DANIEL LACALLE

Haz crecer tu dinero



Mi experiencia con los mejores inversores del mundo

DEUSTO

Índice





You
Tube

in

Sinopsis

Daniel Lacalle comienza su nuevo libro con esta frase lapidaria: «La inmensa mayoría de lo que has leído sobre inversión y sobre finanzas está escrito por gente que jamás ha invertido cantidades grandes, probablemente ni siquiera inviertan nada».

En Haz crecer tu dinero, el célebre economista e inversor se sirve de su experiencia de dieciocho años junto a los mejores gestores de fondos mundiales para explicarnos cómo preservar nuestro capital, mitigar pérdidas y crear riqueza a largo plazo y para recordarnos que los grandes inversores de la historia no lo son por haber acertado siempre, sino por haber sabido tomar nota de sus errores.

El mundo de la inversión está plagado de buenas intenciones, pero no existen los inversores infalibles. Frente a la falsa imagen que se nos vende del inversor "mago", Lacalle sostiene que no existe la fórmula del éxito en inversión, pero sí existe la del trabajo: sólo con atención al detalle, aplicando el pensamiento crítico y conociendo de antemano qué funciona y qué no funciona conseguiremos invertir con éxito.

Haz crecer tu dinero es un libro estimulante, rebosante de sabiduría financiera, y una historia de tesón, responsabilidad, trabajo, sacrificio y decisiones acertadas que nos ayudará no sólo a ganar dinero sino también, y sobre todo, a garantizar nuestro futuro.

Haz crecer tu dinero

Mi experiencia con los mejores inversores del mundo

Daniel Lacalle

Traducción de



Introducción

No existe el dinero inútil

«Mis hijos no paran de pedirme dinero,
100 euros hoy, 200 mañana, 300 después...»
«¿Y qué hacen con ese dinero?»
«No lo sé, nunca se lo he dado.»

«¿Para qué invertimos? ¿Para ganar dinero? No. Para garantizar nuestro futuro... Olvídate de todo lo que has leído hasta ahora.»

Estas palabras me cayeron como un jarro de agua fría mientras subíamos en el ascensor de un hotel de lujo de Chicago hacia los apartamentos del último piso, donde residía el dueño de uno de los fondos de inversión más grandes del mundo. El trayecto se me hizo eterno.

Las frases me las dijo el consejero delegado del fondo de inversión norteamericano donde empecé mi carrera en el mundo de la inversión. El dueño del fondo y el consejero delegado, así como la inmensa mayoría de los gestores de la empresa, eran más jóvenes que yo. Llegaba tarde y probablemente con menor preparación a ese complejo mundo de la inversión. Y, sin embargo, me habían fichado, así que algo de valor verían en mí, pensé.

«La inmensa mayoría de lo que has leído sobre inversión y sobre finanzas está escrito por gente que jamás ha invertido cantidades grandes, probablemente ni siquiera inviertan nada... El mundo de la inversión está lleno de buenas intenciones y consejos gratuitos que no significan nada.» ¡Menuda alegría me estaba dando!

Llegamos al apartamento del dueño del fondo... Bueno, un auténtico palacio. Y allí recibí una de las lecciones más importantes de mi vida. Mientras recuerdo al inexperto yo que escuchaba a estos dos

gigantes de las finanzas hablar sobre cómo invertir y la importancia de tener objetivos claros, me doy cuenta de que he tenido el honor de haber trabajado junto con algunos de los mayores genios de la inversión y la economía y que en todos encontré el siguiente denominador común:

No existen los inversores infalibles. Hay profesionales que aprenden de sus errores y mantienen la calma ante las dificultades. Los grandes inversores de la historia no lo son por acertar siempre, y ni mucho menos por aferrarse a ideas equivocadas, sino por aprender de sus fallos todos los días.

Imagínate el *shock* que supuso para mí recibir semejante lección de expertos con años de experiencia y éxito.

¿Qué es lo que ocurre, por desgracia, en nuestro entorno? Que se vende una imagen falsa del inversor, como si fuese una especie de gurú que todo lo acierta.

«Daniel, lo que vas a aprender es a caer y levantarte, no a volar. Porque las personas no vuelan —me dijo mi querido Sunil—. Y el que dice que vuela miente.»

En esos días tuve el honor de escuchar cada día a mis compañeros hablar de sus errores. Por eso, en este libro no te voy a dar fórmulas mágicas ni te voy a decir que sé más que nadie. Yo he aprendido con la experiencia, y de mis errores, y mi objetivo es tener un diálogo contigo que te sirva para adentrarte o profundizar en el maravilloso mundo de la inversión. Quiero transmitirte lo que yo he vivido y compartirlo, no venderte la fórmula que convierte el hierro en oro.

En Chicago hace un frío en invierno que es difícil de describir. No sólo es la temperatura, sino además el viento. La primera noche que pasé en el apartamento que alquiló el fondo de inversión para mí me desperté pensando que estaban arrancando las paredes, que vivíamos una especie de terremoto. Era el viento.

Con semejante clima y un mercado extremadamente volátil, no era raro ver caer en la impaciencia, la desesperación y el enfado a los que empezábamos. Imagínate ver una pantalla cada día donde lo que compras y vendes genera ganancias o pérdidas con tu nombre y apellido al lado de la cifra. No puedes esconderte, no puedes decir que es una decisión «de equipo». Eres tú y sólo tú el responsable.

Los veteranos del fondo de inversión eran personas que habían

vivido un año en ese entorno. Sunil, Tom y Jim eran mi equipo. Para mí fue un lujo llegar a un sitio y trabajar con personas de enorme valía, auténticos genios y, además, humildes.

Teníamos una cocina que parecía un restaurante-bufé de esos de «come todo lo que quieras por 30 dólares». Llegabas a las seis de la mañana y podías desayunar hamburguesas, filetes *T-bone* , pollo frito, galletas tamaño disco de vinilo de 12 pulgadas. Todo a lo grande y a lo bestia.

Allí estaba Jim una mañana, zampándose un nutritivo desayuno de huevos, beicon, filete y patatas con dos magdalenas tamaño ómnibus y un café «biberón» como sólo encuentras en Estados Unidos. Jim separó los cascos de sus orejas y me miró.

«Buenos días, jefe», dijo sonriendo. A pesar de llevar los cascos puestos, se podía oír claramente a Soundgarden atronar en la sala.

«Buenos días, Jim», le respondí. Me serví un desayuno «de principiante», como él lo describía —café, zumo y cereales—, me senté y le confesé mis frustraciones. «No tengo ni idea, veo que no tengo tiempo para nada, que no entiendo los mecanismos de inversión, que me falta conocimiento técnico, que cometo errores...»

Él separó los ojos del enorme filete, me miró y dijo: «Para invertir, lo importante es recordar las tres “T”: tiempo, tesón y técnica. [1]

»**No existe la fórmula del éxito en inversión, pero sí existe la fórmula del fracaso: cerrar los ojos y esperar que todo suba.**

»¿La clave? Jugarse la piel, estar involucrado en las decisiones, recoger las ganancias y sufrir las pérdidas sin esconderse detrás de un grupo o un comité. *Skin in the game...* Que tu nombre aparezca delante de una cifra de ganancias o pérdidas no sólo no es malo. Es la única manera de aprender. Por eso, este fondo es el “*bootcamp* de la inversión”. Aquí vas a sufrir y sudar como en un campo de entrenamiento militar, pero no lo vas a olvidar nunca».

La inmensa mayoría de los gestores en el fondo duraban menos de seis meses. Pero no sólo porque los despidieran o fracasaran, sino porque, como lo que se aprende en un fondo de cobertura con verdadera meritocracia es de un valor incalculable, muchos encontraban oportunidades nuevas en otros sitios donde podrían aplicar lo aprendido. Eso sí, ese aprendizaje se consigue con enorme sacrificio.

Era la primera vez que trabajaba como gestor de fondos, y llegaba apenas con lo aprendido en la universidad, con una dilatada experiencia en energía en la empresa privada y con muchos nervios. De repente, iba a tener que gestionar cantidades de dinero ajeno que jamás habría imaginado. Me sentía desbordado por la cantidad de información: noticias, informes, análisis...

Tenía muchas ideas equivocadas, y sentí una enorme presión. Y la presión no descendió, pero mis compañeros no dejaron de estar allí para apoyarme, siempre que mi contribución al equipo fuera creciente.

Y esto es lo que aprendes: un equipo tiene el valor que le da el eslabón más débil de la cadena. Sin individuos responsables de sus acciones, no hay equipo.

Gestionar el dinero de los demás, el fruto de sus ahorros, de sus sueños, de su esfuerzo, es más que un privilegio. Es un honor y una enorme responsabilidad. Lo primero que debemos entender es que cada dólar o cada euro de ese dinero le ha costado mucho trabajo ahorrarlo al que nos lo confía. Y ese sudor y ese trabajo merecen todo el respeto y una atención y dedicación máximas. Ese mismo honor y privilegio debemos sentirlo cuando gestionamos nuestro propio dinero; sin embargo, los inversores minoritarios a veces piensan lo contrario. Por una extraña razón, cuando gestionan su propio dinero caen con cierta frecuencia en el error de pensar que, si se pierde, no pasa nada. Y claro que pasa algo: pasa todo.

Por eso es clave que los gestores externos y los ahorradores tengan una identidad total de intereses. Gestionar dinero de otros y no tener tus ahorros en ese mismo fondo de inversiones puede llevar a incentivos perversos y a perder esa sensación de honor y responsabilidad.

De la misma manera, gestionar tus ahorros en una cartera minorista y despreciar el esfuerzo que te ha supuesto conseguir esas cantidades resulta inaceptable. ¿Por qué ocurre eso?

Una de las cosas que aprendí de mis compañeros gestores en esos grandes fondos es que el peor error que puedes cometer es autoengañarte. Comprar algo, fallar y no aprender del error; simplemente cerrar los ojos y esperar que la providencia —o un banco central— te rescate de tu mala decisión.

Invertir es como crear un huerto. Es una labor de amor, que

requiere esfuerzo y trabajo y que te exige tener en cuenta que hay cambios de temporada, que algunos frutos maduran antes que otros y que las inclemencias existen.

Jugarse la piel. *Skin in the game* . La mejor manera de gestionar con responsabilidad es tener respeto por el esfuerzo que ha supuesto conseguir ese ahorro; y no hay mejor manera de hacerlo que siendo partícipe de los éxitos y errores que se cometen en dicha gestión.

Nunca he entendido la idea de invertir para «ver qué pasa». No tiene sentido pensar que es dinero que «nos sobra» y que lo podemos perder. Si tan poco respeto tienes por tu esfuerzo y por el fruto que te haya dado, si quieres perder tu dinero, vete a un casino o dáselo a algún político intervencionista.

La razón por la que el dinero está mejor gestionado cuando hay identidad de intereses y riesgo compartido es que la tolerancia al error y el despilfarro se minimiza.

¿Por qué nos quejamos de muchos políticos y de su gestión? Porque no tienen ninguna responsabilidad real ni penalización por despilfarrar o invertir mal. Por eso la inversión productiva no debe estar nunca en manos de aquellos que no sufren el riesgo de ser penalizados si se equivocan. Y ésa es la razón por la que, en la inmensa mayoría de los casos, una empresa es mucho más eficiente a la hora de asignar recursos que un burócrata.

El Centro para el Análisis de las Decisiones Públicas (CADEP), del Instituto de Estudios Políticos y Relaciones Internacionales de la Universidad Francisco Marroquín, explica lo siguiente: «En economía y ciencia política, el problema agente-principal hace referencia a aquellas situaciones en las que una entidad o persona, el "agente", tiene la capacidad de afectar la situación de un tercero, el "principal", a través de la toma de decisiones que conciernen a ambos. El dilema ocurre cuando el agente, al perseguir sus propios intereses, contraría la voluntad del principal. El problema se genera debido a la existencia de información asimétrica entre las partes. Es decir, que el agente posee más información que el principal y, por lo tanto, está en una posición de poder que le permite actuar con base en sus propios intereses. Esta asimetría también implica que el principal se ve incapacitado para discernir si las decisiones que toma el agente son de su propio interés o si, por lo contrario, afectarán negativamente a su situación». [2]

En el ámbito político, este fenómeno se genera en el momento en que los gobernantes, como cualquier agente económico, «buscan promover de manera arbitraria su propio beneficio a través de la ejecución de políticas públicas y la creación de leyes y decretos. El problema se agrava cuando comprendemos que la ciudadanía, es decir, el "principal", tiene fragmentados sus intereses en distintos grupos. Esto da lugar al clientelismo político, de manera que si el político quiere conservar u obtener un puesto de poder debe promover los intereses específicos de determinados grupos de presión». [3]

Cuanto más se aleja la responsabilidad ante el error de la gestión, más alta es la propensión a equivocarse. Por lo tanto, a la hora de invertir, no nos comportemos como aquella ministra que decía que el dinero público «no es de nadie».

En inversión, nos encontramos cada vez con menor riesgo de ver ese problema de agente-principal cuando el gestor y los asesores tienen los mismos intereses que los partícipes del fondo y cuando su propio dinero está invertido junto con el de los clientes, y, además, cuando el inversor minorista o individual tiene acceso a la misma información que los inversores profesionales. Hoy, la excusa del problema agente-principal no vale en el mundo de la inversión.

En aquellos días —y todavía ocurre con cierta frecuencia—, no parábamos de leer que el exceso de ahorro era el gran problema de la economía y que los gobiernos debían confiscar ese ahorro vía impuestos para gastar ellos.

«¿Y si invertimos y ahorramos? ¿Eso es malo? ¿No es mejor que alguien lo consuma y así sube el PIB?» Estas preguntas me las hacía yo, como cualquier economista que ha sido hipnotizado por la constante repetición de los mantras mal llamados «keynesianos», y que sólo son subterfugios de estatismo extremo.

Pasaron unos años y, un día, Bernard, el cofundador del mayor fondo de inversión en renovables privado de aquel momento, me invitó a desayunar en un hotel de Mayfair, en Londres, cerca de su casa. En los dos años anteriores había aprendido que todos los años de estudio, experiencia y currículum acumulado en distintos sectores palidecían ante la evidencia de haber pasado el corte para entrar en el fondo de Chicago. Las entrevistas se hacen muy cortas cuando el entrevistador sabe que has pasado la batería de entrevistas que se necesitan para poder entrar en ese fondo de inversión, y también

cuando sabe que has pasado más de un año gestionando allí. Porque saben que eres una máquina de trabajar, que los resultados son tuyos y que lo que has aprendido en un par de años es equivalente a lo que otros ni imaginan poder aprender en décadas.

Bernard me fichó y me dio la gran oportunidad de pasar de gestionar renta variable a incorporar el análisis macro de la empresa y la gestión de renta fija. En los siete años que estuve, mis socios me dieron la libertad y la responsabilidad que me permitió expandir mi universo más allá de comprar y vender acciones, pasando a hacer el análisis macroeconómico y monetario y a cogestionar renta fija y materias primas.

Fue en esos años de estudio intenso y expansión de horizontes cuando aprendí la importancia de analizar la economía desde la perspectiva de la acción humana, no desde lo que le conviene al gobierno de turno. Hazlitt, Hayek, Mises, Salerno, Sowell... son autores que el pensamiento estatista tiende a rechazar porque sus planteamientos no benefician a los gobiernos. Aprendí que los gestores de fondos de cobertura, los analistas y los profesionales son precisamente los que estudian la economía evitando las trampas del «consenso», la mediocridad de esconderse detrás de supuestas mayorías que en realidad no representan nada. Aprendí que ninguna sociedad prospera desde el gasto y la deuda, sino desde el ahorro y la inversión prudente.

Ahorrar es la base de la inversión prudente. Cuando tú ahorras y depositas ese dinero en una entidad financiera o lo inviertes en un fondo de inversión, sea en acciones o bonos, estás contribuyendo al progreso de la humanidad, ya que ese dinero capitaliza las decisiones de asignación de recursos de las empresas, ayuda a dichas empresas a financiar su operativa y favorece que se genere el mayor milagro de la economía, que es poner en común las necesidades de inversión y desarrollo de las empresas del mundo con el ahorro de los ciudadanos.

Eso que llaman liquidez no deja de ser la sangre que permite que funcione el sistema más eficiente de asignación de recursos posible, el mercado libre. El hecho de que los intereses y la responsabilidad en la gestión de ese dinero —desde el ahorrador hasta la última empresa que emite un bono, desde el consumidor hasta la entidad suministradora— estén adecuadamente incentivados es precisamente lo que hace que el mundo prospere.

En el momento en que se aleja la responsabilidad de la gestión entra la corrupción. Por eso, sabiendo que ningún sistema es perfecto, sabemos que un sistema de incentivos al ahorro y a la inversión adecuada es la mejor manera de acelerar el progreso. Y también sabemos que desincentivar y penalizar el ahorro lleva al estancamiento y a la mala inversión.

«Pero ¿no es mala la especulación?», me preguntaba a mí mismo en muchas ocasiones, sobre todo en un período en el que los medios de comunicación empezaban a ponerse en contacto conmigo y frecuentemente hablaban de manera despectiva de los «mercados» y los «especuladores». La respuesta, para mí, es clara. Sin especulación, no hay progreso.

¿Qué es especular? Especular es efectuar operaciones comerciales o financieras con la esperanza de obtener beneficios aprovechando las variaciones de los precios o de los cambios macroeconómicos. Cada vez que alguien compra algo porque le parece barato, otra persona lo vende porque le parece caro o a un precio adecuado. El primero no se aprovecha; toma un riesgo, que suele ser mayor cuanto más haya bajado el precio del activo adquirido, no menor. ¿Por qué el riesgo no es menor cuanto más baja el precio? Porque probablemente exista una razón de peso que hace que la demanda no exista o sea muy baja a un precio determinado.

La idea de que especular es malo es una tontería. Tú y yo especulamos todos los días en nuestras decisiones de comercio e inversión, y vivimos regulados por el mayor especulador de todos, que es el Estado. ¿Por qué es el Estado el mayor especulador de todos? Porque es el que se endeuda masivamente todos los días usando como colateral los ingresos actuales y futuros de los contribuyentes, esperando que esa deuda genere mayor crecimiento y mayores ingresos. El Estado se comporta como el más arriesgado y apalancado de los *hedge funds* que conozcas, pero con el dinero de los demás.

Cuando lees que una empresa ha tomado mucho riesgo porque se ha endeudado mucho y ahora está en dificultades, a veces se dice que son «especuladores». Curioso. Esa empresa al menos toma el riesgo con su capital y el de sus accionistas que han aceptado esa estrategia. Sin embargo, el Estado especula con los ingresos futuros de los contribuyentes sin una rendición de cuentas equivalente a la de un gestor o una empresa.

¿Significa eso que el Estado lo hace mal? No siempre. La deuda es una herramienta, y especular es apostar por el progreso, comerciar y coordinar los intereses de generaciones diferentes. Especular es parte de la cooperación necesaria para alcanzar el progreso. El problema es si las herramientas se usan mal. Un martillo puede ser una herramienta para el bien, como construir, o para el mal, como atizarle a alguien en la cabeza. El martillo de plata de Paul McCartney en la canción del disco *Abbey Road* era un instrumento para el asesinato. Un martillo de plata puede ser un instrumento valioso —es de plata— y útil.

No es ninguna casualidad que los que nos dicen que ahorrar es malo y que especular es reprobable suelen ser quienes viven o quieren vivir del ahorro de los demás y quienes especulan con dicho ahorro de manera masiva cuando lo confiscan.

Pero ¿cómo pudo decirme un inversor multimillonario aquello de «olvídate de todo lo que sabes» después de una carrera, dos másteres y años de experiencia en finanzas y energía? Eso lo he vuelto a escuchar varias veces en mi carrera.

No es porque la formación no sea necesaria. Todo lo contrario. La persona que me lo dijo había hecho su carrera y su máster mientras trabajaba en una pizzería y descargaba contenedores en el mercado de Chicago.

Gran parte de la información que recibimos como inversores es sólo «ruido blanco». No es que no sea interesante, es que la mayor parte de la enorme cantidad de información que nos llega de casas de análisis, prensa y medios especializados, aunque tenga su valor, no es especialmente determinante en la evolución del precio; y, para empezar a invertir con sentido, debes darte cuenta de ello y liberarte de muchas ideas incorrectas que todos hemos ido acumulando durante años.

Por eso escribí *Nosotros, los mercados* [4] y por eso he decidido escribir este libro. El primero se publicó en 2014, cuando aún estábamos en los primeros años del exceso monetario y la actividad masiva de los bancos centrales. Ahora, este libro recoge lo que ha pasado años después, cuando las políticas «no convencionales» de entonces se han convertido en las más convencionales.

El objetivo de este libro es compartir contigo, pequeño inversor, lo que puedes aprender de lo que hacen los grandes inversores;

desmontar algunos mitos y señalar los grandes errores que todos cometemos cuando nos acercamos por primera vez al mundo de la inversión.

Quiero que tengas un acceso más real a la forma de pensar y operar de las personas con las que he tenido el honor de trabajar, para que no te limites a copiar lo que crees que hacen, sino que aprendas a invertir a tu escala y conforme a tu perfil inversor y de riesgo usando el conocimiento que ellos tienen. Aprender de los mejores de verdad, no a partir de noticias en medios generalistas o informaciones sesgadas, es un buen principio.

Acompáñame en los próximos capítulos en este repaso a las principales lecciones que he aprendido en el mundo de la inversión.

1

Inversión contra inflación: una batalla constante

«Todo lo que gano baja, y todo lo que pago sube.»

La crisis de 2008 nos cayó a todos como un jarro de agua fría. Fue una crisis que rápidamente se atribuyó a la banca y a los especuladores, no a los que bajan tipos y aumentan la masa monetaria. Curioso. A Alan Greenspan, expresidente de la Reserva Federal estadounidense, se le acusa de haber incentivado la crisis de 2008 por bajar demasiado los tipos y alentar el exceso de riesgo y las burbujas al aumentar la masa monetaria. Y la respuesta en 2009 fue... bajar tipos mucho más y aumentar mucho más la masa monetaria.

Ya antes de la crisis tuve el honor de asistir a una charla que Alan Greenspan vino a dar en nuestra reunión anual en Chicago. Trajimos a Colin Powell y a Michael Lewis, que nos dieron unas charlas magníficas. En ellas, al contrario de lo que estamos acostumbrados en el mundo latino, se hablaba de errores y fallos cometidos en el camino hacia el éxito. Inspirador. Greenspan nos habló del exceso de optimismo en los mercados y las entidades crediticias, y recordó que esa exuberancia viene precisamente de crear la percepción de que no existe el riesgo.

Tras la crisis de 2008 se abrió la caja de Pandora, y salieron miles de espíritus malignos intentando convencernos de que dos más dos suman veintidós. Que todo se soluciona gastando y endeudándose y que una crisis de exceso de deuda y alto riesgo se soluciona incentivando más deuda y más riesgo.

Aprovechando la crisis, salieron a la palestra muchos supuestos «expertos» que empezaron a hablar del «supuesto» mal del exceso de ahorro y de la importancia de que el gasto público y los impuestos se

disparasen para «salir de la crisis». Curioso, porque el gasto público ya se había disparado, y llevábamos años de altos impuestos que jamás se revisaban con la inflación, generando una subida de impuestos doble. Si tu IRPF es del 30 por ciento con un salario nominal que pierde un 3 por ciento de poder adquisitivo y te lo suben al 32 por ciento para «reducir el déficit», el Estado recauda más impuestos de un salario real menor de un sujeto cautivo. Es una doble subida de impuestos.

No es una casualidad. Confiscar el ahorro vía inflación e impuestos es la actividad favorita de gobiernos que no saben administrar, y siempre habrá cientos de supuestos expertos que aplaudan la represión financiera a favor de los intereses políticos de uno u otro gobierno.

Fue durante la crisis de 2008 cuando aprendí otra valiosa lección. «Tu objetivo no es aplaudir todo lo que haga un gobierno o banco central sólo porque sean los centros de poder. Eso es cómodo y hasta lucrativo, pero altamente deshonesto —me dijo mi amigo Jim. Y añadió—: Si eres un académico puedes sobrevivir, e incluso vivir bien, justificando la creciente intervención gubernamental y monetaria, pero si eres un gestor o economista independiente es al revés, estás condenado a desaparecer.» «¿Por qué?» «Porque caer en la falta de crítica independiente de entidades que no sufren las consecuencias de sus malas acciones te puede llevar a diluir tu aportación y tu análisis en el mar de las masas, a tomar muy malas decisiones o a perder mucho dinero», concluyó Jim.

Volvamos a esa frase muy repetida entre los intervencionistas: «El ahorro es malo». Si tú ahorras es porque te sobra, así que mejor me lo gasto yo. Ésa es la forma de pensar que nos intentan transmitir desde la burocracia con su incesante propaganda. A ti te sobra el dinero, pero al pobre Estado que detrae más del 50 por ciento de lo que tú ganas en impuestos directos e indirectos, le falta dinero. Dáselo.

Sin embargo, el ahorro es la clave del progreso, como apuntábamos en el capítulo anterior. La única manera en la que progresa el mundo es poniendo en común la liquidez e intereses a corto plazo de unos con los proyectos de largo plazo de otros. Ahora bien, si una empresa o un negocio tuviera que hacer una encuesta entre todos los ahorradores y llegar a un consenso para financiar su negocio, le sería imposible. Incluso el más eficiente *crowdfunding* (financiación colectiva de personas privadas a un proyecto desde el

ámbito digital) necesita poner de acuerdo a ahorradores que tienen intereses y plazos distintos.

La única manera de coordinar ahorros con distintos intereses y plazos con proyectos de largo plazo es a través del mercado y del sistema de precios del riesgo: el tipo de interés.

El tipo de interés no es usura. Debe ser el reflejo del riesgo que se toma al prestar a un proyecto o una idea. Si a ti te parece que el tipo de interés es demasiado alto tienes todo un mercado con distintos niveles de riesgo dispuesto a invertir. Sin ese mercado, no existe la financiación.

«Tengo algo de dinero y no sé qué hacer con él, pero me da miedo invertir», me decía un familiar. «¿Por qué te da miedo invertir?» «Por la misma razón por la que a mí me da miedo pilotar un avión. Porque no tengo ni idea de qué significan todos esos botones y ese volante tan raro ni soy piloto.»

Cuando queremos volar, algo que en principio se nos antoja como una decisión que debería generar un pánico sin precedentes, lo hacemos con total tranquilidad por tres razones: por la experiencia de centenares de miles de viajeros antes que nosotros; por la confianza que genera la marca —la línea aérea— que nos transporta; y porque esa confianza incluye la seguridad de que dicha línea aérea contrata a los mejores pilotos para llevarnos de manera segura a nuestro destino.

Sin embargo, por alguna razón que se me escapa, cuando decidimos invertir nuestro ahorro, fruto del esfuerzo de años de trabajo —sea nuestro o de familiares—, en muchas ocasiones tomamos la siguiente decisión. Usemos el símil aéreo: «Quiero viajar a una ciudad a miles de kilómetros de la mía; así que voy a alquilar cualquier avión que tenga colores bonitos y fuselaje brillante, y lo voy a pilotar yo mismo, pero sin aprender antes a manejarlo y sin prestar atención a la ruta, porque estaré muy ocupado revisando mi TikTok».

¿Por qué tomamos esa decisión? ¿Por qué decidimos invertir en cualquier cosa, particularmente en una empresa muy grande y con muchos edificios brillantes cerca de mi casa, en vez de confiar en una buena gestora con buenos pilotos? Porque nuestra percepción de riesgo está nublada por una mentira repetida muchas veces: que da igual dónde y cómo inviertas y que, total, sólo hay que seguir la corriente.

Y te la pegas.

El dinero no puede ser una fuente de inseguridad, sino de confianza.

La razón por la que tomamos decisiones seguras y con confianza a la hora de elegir algo tan alucinante como... ¡volar! es porque le tenemos mucho respeto a nuestra propia vida. En muchos casos, la razón por la que tomamos decisiones a la ligera con nuestro ahorro es porque le tenemos muy poco respeto al esfuerzo que ha supuesto conseguirlo y, aún peor, porque no tenemos ni idea de la importancia de cada euro de nuestro ahorro en la cadena de progreso y bienestar económico.

Ten tanto respeto a tu dinero como a tu vida. Porque es parte de tu vida.

¿Significa eso que no puedes invertir por tu cuenta? No. Pero, si no tienes tiempo o ganas ni estás dispuesto a aprender de tus errores y ganar experiencia desde la tediosa frustración del análisis y la rutina diaria, es mejor dejarse asesorar por un profesional, exactamente igual que haces con una aerolínea y sus pilotos. Exigiendo calidad, servicio y precio, y, a la vez, entendiendo qué es el riesgo.

La primera regla de inversión es aprender que todo tiene riesgo.

No existe el activo sin riesgo.

La deuda soberana no es un activo sin riesgo. Que se lo digan a los ciudadanos argentinos o españoles que han sufrido impagos.

No invertir tiene un riesgo esencial: la inflación, el impuesto de los pobres. No invertir es equivalente a tener una mano en el bolsillo que te detrae un porcentaje anual del poder adquisitivo de tu dinero sin que te des cuenta. La idea de que el dinero en el calcetín o en un colchón es mejor que invertido es una falacia. Por ejemplo, muchos ciudadanos argentinos o venezolanos mantienen sus ahorros en dólares y fuera del sistema bancario. ¿Por qué lo hacen?, ¿por avaricia o maldad? No. Lo hacen porque no tienen amnesia.

En realidad, no están ahorrando, están protegiendo su ahorro del impuesto inflacionario y del riesgo de corralito (que el sistema bancario se desplome y no tengan acceso a sus ahorros). Pero, ojo, están invirtiendo. Invierten su salario y ahorro ganado con trabajo duro en dólares para protegerse del impuesto inflacionario. Eso es una inversión. ¿Y cuál es el riesgo? Que el dólar se desplome contra su moneda local. Pero es un riesgo mínimo, porque el ciudadano sabe a ciencia cierta que a medio y largo plazo el gobierno destruirá el poder

adquisitivo de su moneda.

Cualquier ciudadano español de cierta edad lo entiende. ¿Por qué se lanzaban los españoles a poner su ahorro en pisos? Para escapar, como el ciudadano venezolano y argentino, del impuesto inflacionario. La única forma que veía el ciudadano de preservar o mejorar el poder adquisitivo de su salario y su ahorro era comprar un piso, ya que asumía, correctamente, que era la única forma de tener un activo que se revaloriza con la inflación, o por encima de ella.

La inflación no es la subida de los precios, es la pérdida del poder adquisitivo de la moneda. Y es siempre y en todo lugar un efecto monetario.

Cuando alguien dice que la inflación es «multicausal» está mintiendo, y su mentira está destinada a perpetuar el poder del gobierno sobre los salarios y ahorros de los ciudadanos. Porque la inflación implica una transferencia de riqueza de los ahorradores al gobierno.

¿Por qué? Porque, para empezar, ningún gobierno que busque expandir masivamente su tamaño en la economía y monetizar un déficit creciente va a actuar contra el aumento de precios, a pesar de afirmar lo contrario.

Una de las cosas que sorprende a los ciudadanos de Argentina, Venezuela o Turquía es que sus gobiernos populistas siempre hablan de las clases medias y de ayudar a los pobres, mientras la inflación se dispara, empobreciendo a todos.

La inflación es la erosión gradual del poder adquisitivo de la moneda.

Los gobiernos siempre usarán diferentes excusas para justificar la inflación: «demanda creciente», «interrupciones en la cadena de suministro» o la codicia de las malvadas empresas que «suben los precios». Sin embargo, la inmensa mayoría de las veces, eso son sólo excusas. La inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario. Los precios se disparan porque la oferta de dinero aumenta masivamente por encima de la producción y la demanda de dinero reales.

En un mercado abierto y libre los precios no suben, sino que bajan. Y el error es centrarnos en el IPC (índice de precios al consumo). Como explica el historiador económico Chris Calton: «Los índices de precios no pueden medir las consecuencias de la inflación

monetaria porque la presión a la baja sobre los precios que ejercen las innovaciones en la economía opera independientemente de la presión al alza sobre los precios generada por la expansión del crédito. En otras palabras, las consecuencias de la expansión monetaria son mucho más profundas de lo que sugiere el aumento de los precios al consumidor. Cuando el IPC es bajo, pagamos sólo un poco más por los bienes de consumo que el año anterior. Pero, sin inflación monetaria, estaríamos pagando significativamente menos». [1]

Cuando nos hablan de que los precios suben por muchas causas se suelen utilizar las siguientes excusas:

- *Especulación.* Mucho más dinero creado artificialmente yendo hacia activos finitos o escasos.
- *Interrupción en la cadena de suministros.* Mucho más dinero creado artificialmente yendo a servicios finitos o escasos.
- *Inflación de costes.* Mucho más dinero creado artificialmente para financiar gasto público que dispara artificialmente la demanda de un bien escaso o finito.

¿Cómo puede haber cuellos de botella que impulsen un aumento del cien por cien en los fletes si la industria del transporte marítimo se vio agobiada por exceso de capacidad masiva en 2019? ¿Cómo puede alguien decir que el gas natural y el petróleo se han disparado debido a las interrupciones en la cadena de suministro si el suministro ha seguido perfectamente a la demanda? La realidad es que algunos de esos factores pueden explicar una pequeña proporción del aumento de precios, pero no la subida generalizada. El índice global de alimentos y el índice de materias primas de Bloomberg no alcanzaban máximos en dos décadas en 2021 debido no sólo a estos problemas puntuales de cadenas de suministro, sino a una enorme inyección de dinero muy por encima de la demanda que se orienta a bienes relativamente escasos.

Sin embargo, nos dicen que no ha habido inflación durante años de enorme expansión monetaria.

¿Qué sucedió en 2020? En 2020, la creación masiva de dinero en medio de un confinamiento generó inflación monetaria en bienes y servicios no replicables y relativamente escasos.

¿Por qué esto no sucedía antes? Bueno, sí lo hizo. Antes, entre

2014 y 2019, vimos un aumento masivo en los precios de los activos de riesgo. La inflación se crea allá donde va el exceso de dinero, ya sea en los mercados de acciones y bonos de alto rendimiento o en las valoraciones más altas de la vivienda y del capital riesgo. Más dinero persiguiendo la misma cantidad de bienes.

Además, también hubo una inflación elevada en bienes y servicios esenciales. Los precios de la vivienda, la atención médica, los alimentos frescos y la educación se elevaron significativamente por encima de la cifra oficial del IPC. Por eso vimos en todo el mundo un aumento de protestas por el elevado coste de la vida, incluso en Francia, Chile o Alemania, a la vez que nos decían: «No hay inflación».

¿Por qué ha estallado tan agresivamente ahora?

En primer lugar, la impresión masiva de dinero en medio de un confinamiento masivo mantuvo elevadas las valoraciones de los activos, pero también comenzó a generar flujos de fondos hacia sectores escasos: los llamados «sectores de valor».

¿Y qué son los «sectores de valor»? Aquellos que sufrieron precisamente por el exceso de capacidad y por un debilitamiento del crecimiento de la demanda en la última década. Por lo tanto, más dinero fluyó hacia los alimentos, el gas natural e incluso el carbón y el aluminio, sectores en los que la industria estuvo plagada de exceso de capacidad en la década del dinero barato.

La inflación no ocurre al día siguiente de que se imprime dinero. Es un proceso lento de erosión gradual del poder adquisitivo de la moneda que comenzó hace años y culminó con la loca decisión de implementar políticas monstruosas de demanda (enorme gasto gubernamental e impresión de dinero) en medio de un confinamiento masivo cuando no había ningún problema de demanda que estimular, sólo un encierro generalizado.

Pero ¿por qué los gobiernos lo ignoran?, ¿por qué no actúan?

Tú pensarás que lo mejor para ellos es mantener los precios bajos y a los consumidores —votantes— felices. La respuesta es simple: porque los gobiernos son los mayores beneficiarios de la inflación. Recaudan más ingresos de los impuestos indirectos y su creciente deuda se ve erosionada lentamente por la inflación. ¿Por qué? Porque la deuda acumulada pierde valor real al perder poder adquisitivo la moneda en la que dicho endeudamiento está denominado.

Además, los gobiernos nunca actúan contra la inflación porque,

además de beneficiarse de ella, y esto es lo más importante, pueden culpar a cualquier chivo expiatorio, excepto a sus políticas. Incluso en Argentina, donde la inflación es superior al 50 por ciento y casi diez veces superior a la de países vecinos como Uruguay, los ciudadanos se van convenciendo poco a poco de que debe de haber otras causas, y no la impresión de dinero. Incluso cuando se les presenta la evidencia de un banco central que eleva la oferta monetaria más del 120 por ciento en dos años con demanda de moneda decreciente, la prensa y los políticos culpan a la inflación de «causas múltiples». Una broma.

Tomemos, por ejemplo, los comentarios realizados por la Administración estadounidense en 2021 sobre la inflación en Estados Unidos. El jefe de gabinete de la Casa Blanca, Ron Klain, dijo que la inflación era un «problema de clase alta», [2] y, cuando se le preguntó sobre tal declaración, Jen Psaki, secretaria de prensa, respondió que la gente que «compra más cosas que nunca» es la causa de la inflación. Eso lo dijo mientras el consumo en términos reales llevaba meses en estancamiento. [3]

El director del Consejo Económico Nacional, Brian Deese, dijo que si se quita el aumento de los precios de la carne de res, cerdo y aves de corral, los aumentos de precios son normales: «Si eliminamos esas tres categorías, en realidad hemos visto aumentos de precios que están más en línea con las normas históricas». [4] Vamos, que si quitas las cosas que comes todos los días y eliminas el precio de las cosas que compras, no hay inflación, ¿verdad?

Todos usan excusas habituales y ya vistas en la historia: culpar a las empresas por los precios más altos (malvados criadores de cerdos y pollos, perversos productores de petróleo, maquiavélicos transportistas y administradores portuarios) y culpar a los consumidores (compras apresuradas, acaparamiento de bienes, etcétera), y luego sonríen diciendo que realmente les importa y que están trabajando en ello…, imprimiendo más dinero y gastando mucho más.

El argumento sobre la inflación «transitoria» permanece, tanto en los gobiernos —que no están dispuestos a reducir el gasto masivo— como en los bancos centrales —que están atrapados entre la espada y la pared, ya que tienen que monetizar los crecientes déficits de gobiernos altamente endeudados y, al mismo tiempo, defender su estrategia de «estabilidad de precios»—. Entre esos dos objetivos, ¿adivina por cuál han decidido optar? Exacto, por el de seguir

imprimiendo y decir que algún día pasará.

El problema del argumento de la «inflación transitoria» es que no significa nada. Todo es transitorio. ¿Cuánto tiempo es? ¿Un año, dos años? Además, cuando se mira la inflación acumulada, eso resulta una falacia.

Si el índice de precios de consumo aumenta un 5 por ciento en un año y, digamos, un 3 por ciento el siguiente, dirán que la inflación «ha bajado», pero tú y yo hemos visto cómo nuestros salarios reales y nuestros ahorros perdieron poder adquisitivo en más del 8,15 por ciento. Peor aún, si la inflación supera el 6 por ciento en un año y cae por debajo del 2 por ciento en el siguiente, tú y yo también habremos perdido más del 8,15 por ciento en poder adquisitivo, pero los bancos centrales nos dirán que tienen que imprimir más dinero para «combatir el riesgo de deflación».

Los gobiernos intervencionistas no están dispuestos a recortar el gasto ni a reducir sustancialmente los déficits, por lo que usarán el impuesto inflacionario sabiendo que pueden acudir a las excusas habituales.

Las cinco fases del intervencionismo son las siguientes:

1. Decir que no hay inflación. Imprimir.
2. Decir que es transitoria. Imprimir.
3. Culpar a las empresas. Imprimir.
4. Culpar a los consumidores por acaparar. Imprimir.
5. Presentarse como la solución con «controles de precios». Escasez y crisis. Repetir.

... Y repetir. Y repetir.

La inflación es un impuesto sin legislación, como dijo Milton Friedman.

No existe la inflación de «causas múltiples». Siempre es el resultado de que hay mucho más dinero que fluye a la misma cantidad de bienes.

El impuesto inflacionario está aumentando el tamaño del gobierno en la economía en ambos sentidos: a través de un gasto deficitario masivo de entrada y erosionando el poder adquisitivo y los ahorros del sector privado a través de la depreciación de la moneda.

Por eso, en un entorno como éste, el inversor debe permanecer invertido para batir a la inflación.

El objetivo del inversor no es «ganar dinero». Es preservar capital y batir la inflación.

¿Qué es eso de *preservar capital* ? Que si ahorro 100, al menos tenga 100 en términos reales al final del período de inversión.

Para entender cómo invertir, primero debo saber cuál es mi perfil de riesgo y mi plan a futuro. ¿Qué tolerancia al riesgo y a la volatilidad tengo? Más riesgo puede dar más rentabilidad, pero también más sustos. Y no existe rentabilidad sin riesgo. ¿Y para qué quiero el dinero en el futuro?, ¿para tener un complemento de mi pensión?, ¿para financiar los estudios de mis hijos en el extranjero?, ¿para comprarme un barco? Entender bien estos dos factores es esencial. De hecho, es condición necesaria antes de invertir. ¿Por qué? Porque, cuando se mira en el espejo, el inversor no se ve a sí mismo, ya que suele exagerar su tolerancia al riesgo y verse más capacitado de lo que cree.

Imagina por un momento que yo me miro al espejo y no me veo a mí: veo a George Clooney. Tengo un grave problema de percepción de mi realidad. Cuando un inversor se mira al espejo para determinar su nivel de riesgo le suele pasar eso: ve a alguien muy diferente a su verdadero perfil de riesgo.

Muchos inversores intentan asimilar toda la información que leen y predecir el comportamiento del mercado, «batir» al mercado. Pero lo que el inversor tiene que hacer es crear una cartera que se ajuste a su perfil de riesgo, que funcione como un conjunto de seres vivos, entendiendo procesos de nacimiento, crecimiento, maduración y caída; como un equipo de atletas.

¿Qué grandes errores cometemos cuando pensamos en inversión? A continuación veremos tres errores que yo aprendí en mi estupenda época en Londres…

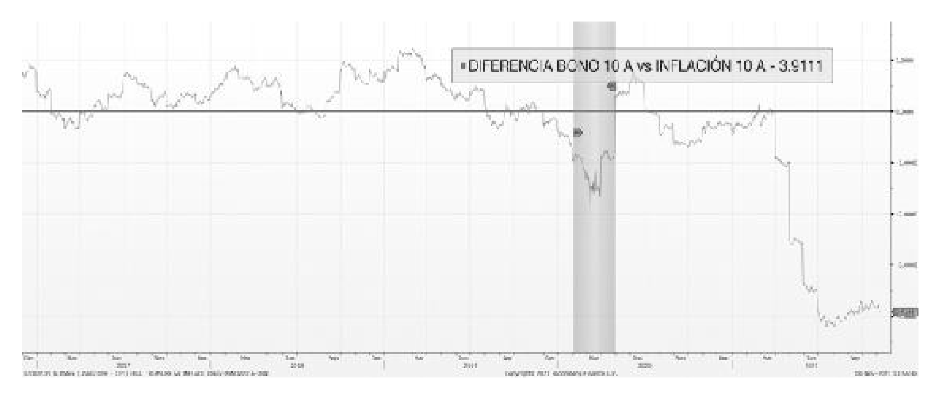
Error 1: equivocarte en tu perfil de riesgo

A menudo nos encontramos con inversores que nos dicen «soy una persona muy conservadora, no quiero correr grandes riesgos», pero que a la vez esperan rentabilidades de un 8 o 9 por ciento anual.

Obviamente, ese objetivo requiere asumir mucho más riesgo del que esa persona cree que toma o está dispuesta a aceptar. Si el activo de menor riesgo, un bono alemán o estadounidense a 10 años, da rentabilidades que son varias veces inferiores a la que esperamos obtener, sólo podremos llegar a esa cifra corriendo un riesgo mucho mayor. No existe rentabilidad sin riesgo.

Una vez me encontré a una inversora que me dijo: «Antes se ganaba un 8 o 9 por ciento sin tomar riesgo». Se olvidaba de la inflación y del importante hecho de que no existe ningún activo sin riesgo. Muchas veces, las rentabilidades pasadas se ven con nostalgia porque nos olvidamos de que la inflación en esa época era mucho mayor. Por ejemplo, si un bono soberano a 10 años te ofrece un cupón del 6 por ciento cuando el nivel de inflación medio a 10 años es del 7 por ciento, en realidad es una malísima inversión y pierdes dinero. Sin embargo, si un bono a 10 años te da un cupón del 3 por ciento con un 2 por ciento de inflación, eso es una buena inversión. Además de que la probabilidad de que ese bono, además del cupón, se revalorice en precio es mayor, porque la demanda será amplia. No olvidemos que la rentabilidad de un activo de renta fija no es sólo su cupón, sino la apreciación o depreciación. Hay que entender la rentabilidad total (cupón y precio).

Gráfico 1.1. Diferencia entre el bono a 10 años EE. UU. versus la inflación



Fuente: Bloomberg.

¿Eres una persona que se alarma si la bolsa cae un 4 por ciento un día? Si es así, claramente no eres el perfil de riesgo que debería

invertir en criptomonedas.

¿Eres una persona que quiere alta rentabilidad y fuerte rotación aunque sufra fuertes correcciones? Claramente no eres alguien que deba invertir en bonos del Estado japonés.

¿Cuál de los dos anteriores perfiles inversores está equivocado? Ninguno. Por eso, lo primero que debemos hacer es conocer nuestro perfil de riesgo y el plan que tenemos para nuestro ahorro. Existen estrategias para todos los perfiles, y debes saber que la obligación de tu asesor es darte una solución adaptada a tus necesidades.

En inversión no te tienes que conformar con el *prêt-à-porter* . Hay una oferta enorme de fondos y posibilidades para que encuentres lo más adecuado a tus necesidades. Tampoco debes conformarte con el «todo a 100». Un fondo no es más barato por tener menos comisiones. Si compras un fondo que está exactamente ligado al movimiento de un índice (indexado), las comisiones pueden parecer bajas, pero en realidad son muy caras, ya que no ofrece ningún valor añadido adicional. ¿Significa eso que los fondos indexados son malos? No. Igual que no hay nada malo en los bazares de «todo a 100». Pero no le pidas lo que no ofrece.

La razón por la que solemos equivocarnos al analizar a primera vista nuestro perfil de riesgo es porque creemos que *todo* sube a largo plazo —falso— y que el riesgo es bajo porque las rentabilidades pasadas han sido altas. Nunca podemos olvidar que las rentabilidades pasadas son un indicador, pero no una garantía de rentabilidades futuras.

Analicemos nuestro perfil de riesgo con detalle y sin querer ver lo que no hay. Y construyamos la cartera de acuerdo con ese perfil, no con el perfil de un amigo que dice que gana mucho con la bolsa. ¡Cuidado con eso!

Al analizar nuestro perfil de riesgo, más vale ser prudente que ver en nosotros una imagen falsa.

Error 2: pensar que los grandes inversores siempre aciertan

No, los grandes inversores se equivocan a menudo, seguramente todos

los días. He tenido el honor de aprender en los equipos de grandes como Bill Groos o Ken Griffin, y nunca los he escuchado decir «el mercado se equivoca» o «a largo plazo todo sube». De hecho, uno de los mayores privilegios que uno puede tener es escuchar a estos gigantes de la inversión hablar sin tapujos sobre sus equivocaciones y, lo más importante, sobre lo que aprendieron de ellas.

Sólo se aprende a invertir equivocándose y extrayendo lecciones de ello. Desconfía de aquellos que prometen éxitos asegurados o que dicen que siempre aciertan.

Una de las razones por las que existe cierta desconfianza entre los inversores minoritarios latinoamericanos y españoles es porque en la cultura hispana se demoniza el fracaso y se esconde el error. Así, se da una impresión falsa de suerte o infalibilidad que, además de ser una tapadera, no ayuda a generar confianza.

Me genera mucha más confianza un inversor que admite que ha «metido la pata» que uno que se vanagloria de sus constantes éxitos y de tener razón siempre. La inversión no es tener razón siempre, sino invertir de manera que tus errores no hundan tu patrimonio. Se trata de saber ajustar las decisiones de asignación de capital para que, si ocurre una catástrofe con una de ellas, puedas levantarte y seguir invirtiendo con seguridad.

Yo trabajé en el mayor fondo de renta fija del mundo y en uno de los mayores *hedge funds* de Estados Unidos. Un aspecto esencial de nuestras reuniones era hablar de los errores cometidos y de las estrategias para subsanarlos. Nadie ha ganado una guerra sin perder una o varias batallas.

Un factor esencial a la hora de aprender de los grandes inversores es el siguiente: nunca echar la culpa a un tercero ni esconderte detrás de un comité. Para tener éxito debes ser propietario de tus fracasos y compartir tus éxitos, no al revés.

Tampoco caigamos en la falacia de creernos Warren Buffett si no tenemos Berkshire Hathaway detrás (y aunque lo tuviéramos). Los grandes inversores generalmente tienen la capacidad de absorber mucha más volatilidad que el pequeño inversor no profesional. Por eso, tu estrategia no puede ser la misma que la de un gestor de un fondo que recibe flujos de capital nuevos cada semana.

Si conocemos bien nuestro perfil de riesgo y cuando nos equivocamos no nos engañamos con excusas —«el mercado no

entiende», «a largo plazo ya subirá»— estaremos empezando el camino con buen pie.

Si te limitas a hacer lo que dicen los grandes inversores en los medios de comunicación, es muy probable que te equivoques, porque: a) su perfil de riesgo y su capacidad de absorber volatilidad es muy distinta a la tuya; y b) los grandes inversores nunca exponen públicamente toda la estrategia que llevan a cabo. Tampoco se puede copiar directamente lo que hace o dice un gran fondo, porque, si el mercado se da la vuelta, tú vas a sufrir mucho más, ya que has asumido más riesgo del que crees.

Nunca olvides que la información y las recomendaciones gratuitas tienen el mismo valor que su precio. Eso no significa que no sean interesantes o que no sean un punto de partida para que tú les des valor añadido desde tu análisis. Pero nunca valores en exceso una información que están leyendo o viendo centenares de miles de personas a la vez que tú.

Hay que desterrar la idea del inversor infalible. Los grandes analistas no sólo no aciertan siempre, sino que su labor no es adivinar el futuro, sino hacer estimaciones basadas en unas consideraciones previas y que sirven como soporte, no como verdad revelada.

El inversor de éxito no es el que acierta siempre. El inversor que acierta siempre es como un impuesto demasiado bajo. No existe.

Ken Griffin siempre decía que un inversor de éxito es el que aplica con mayor rigor las fases del método científico:

- Hacer preguntas basadas en la observación.
- Investigar y analizar.
- Formular hipótesis.
- Experimentar.
- Analizar datos.
- Rechazar o aceptar las hipótesis.
- Llegar a conclusiones.

Cuando el inversor o analista —igual que el científico— elimina el rechazo de la hipótesis ante un error evidente de resultados, está condenado al fracaso. Convierte el proceso de inversión en un peligroso ejercicio de sectarismo casi religioso.

Veamos un ejemplo práctico... Consideremos un valor grande y

con enorme peso en el índice, que parece «barato», sólido y con buen dividendo.

Pregunta : ¿está barato y es una buena inversión?

Investigación y análisis : ¿son correctas las estimaciones de los analistas?, ¿son creíbles sus objetivos?, ¿están sus cuentas saneadas y podrá pagar ese suculento dividendo?

Hipótesis : es un valor barato, que va a crecer de manera sólida y va a poder pagar un alto dividendo.

Experimentación : invertir una cantidad moderada.

Análisis : imaginemos que va mal, que sus resultados no han demostrado ese crecimiento y que, por lo tanto, el mercado cuestiona que el dividendo sea asequible.

Si aquí no rechazamos la hipótesis y volvemos a repetir el proceso, si no nos damos cuenta de que el valor no era tan barato, cometeremos el mayor error, engañarnos a nosotros mismos. Pasamos de comprar un valor por su crecimiento, solidez y dividendo sostenible a mantenerlo porque «ha bajado demasiado y ya se recuperará». Hemos roto el proceso intelectual y hemos pervertido el análisis serio que nos puede ayudar a mantener una política de inversión exitosa.

Al igual que el mal científico que predice una grave epidemia o una desertización mundial para el año 2000 y, cuando ve que no ocurre, no revisa su hipótesis y sólo la pospone a ver qué pasa, nosotros, como inversores, hemos pervertido el proceso que da credibilidad a nuestro análisis inversor y nos hemos engañado para mantener una hipótesis falsa y, sobre todo, perdedora. Mantener a ver qué pasa, cargar la cartera de pesos muertos…, a eso lo llamamos «calorías vacías» en Citadel.

Todos los economistas corrigen sus estimaciones y las revisan. La clave es entender en qué nos hemos equivocado, no encoger los hombros y mover el objetivo a un año más tarde.

Otro factor clave es el valor presente neto de nuestra estimación. Sabiendo que nuestra capacidad de equivocarnos en las expectativas de generación de valor de una empresa es relativamente baja, pero no inexistente, a muy corto plazo, y enorme a largo plazo, caer en el error de fiar la revalorización de una inversión a un momento cada vez más alejado en el tiempo no nos lleva a cometer menos equivocaciones, sino más. Si lo elevamos a una cartera, la probabilidad de error es casi del cien por cien.

Como el científico que se equivoca en un 2 por ciento en su estimación de un año, el valor presente neto de esa equivocación si lo llevamos a cincuenta años es enorme. Por eso es tan importante revisar la hipótesis y contrastar sin engañarnos a nosotros mismos culpando a otros de nuestra equivocación.

Tu mayor enemigo como inversor eres tú mismo. Cuando caes en la trampa de convencerte de que «el mercado se equivoca», «a largo plazo todo sube» o «los fundamentales no han cambiado», has pasado de usar el método científico para llegar a la verdad a pervertirlo para mantener tu hipótesis.

La diferencia entre el científico tramposo y tú es que tú te juegas tu dinero, y él no.

Error 3: pensar que hay que batir al mercado

No, la meta que debe fijarse el pequeño inversor no es «batir al mercado», sino conseguir una rentabilidad suficiente y estable, acorde a su perfil de riesgo, y «batir a la inflación», preservando capital.

Invertir es una carrera de obstáculos, y para ello hay que estar bien entrenado y, sobre todo, no apresurarse. El objetivo es llegar a la meta que nos hemos propuesto, no saltar como un jabato el primer obstáculo y pensar por qué nos hemos agotado tras esa supuesta hazaña.

Tampoco sirve creerte que vas a generar enormes rentabilidades porque una simulación de cartera modelo en una hoja de Excel te ha ido muy bien. Mis compañeros en Citadel solían decir: «Paper profits go to the bin». [5]

Gestionar dinero falso o una cartera modelo no es ni de lejos lo mismo que gestionar dinero de verdad. Tú pensarás que no lo entiendes, que si tienes un método que funciona en papel también funcionará en la realidad. Pues no. Tu percepción de riesgo, tu ejecución y tu capacidad de asumir volatilidad es completamente diferente en un ejercicio teórico comparado con una inversión real. Por eso es esencial aprender «mojándose».

La lista de personas que he visto despedidas en los fondos en los que he trabajado y colaborado que tenían «excelentes» resultados en carteras modelo es bastante reveladora.

Parte de esa batería de errores de la que partimos cuando empezamos viene de esa equivocación preliminar de «batir al mercado». Preocúpate de batir tus pequeños objetivos, de ganar confianza y aprender, no de hacer una carrera que tienes perdida de antemano.

¿Por qué tienes la carrera perdida de antemano? Imagina que llegas a una entrevista a un gran fondo y le dices al primer entrevistador —serán muchos— que tu valor añadido es que siempre bates al mercado. Tú acabas de ponerte en competición por ese puesto con centenares de otros inversores que sí lo han conseguido con resultados reales y experiencia de años en fondos de inversión. Tu valor añadido es cero.

Muchas veces creemos que la mejor manera de tener éxito es pensar en ser el número uno, cuando todos los número uno de la historia empezaron por demostrar su valor añadido en cada uno de los pasos previos antes de llegar a esa meta.

La mejor manera de batir al mercado a medio o largo plazo es crear la experiencia y confianza para gestionar de manera adecuada con objetivos más realistas.

Para ello es una buena idea ser un poco cenizo. Otra de las grandes lecciones que aprendí de inversores gigantes es que tener un pensamiento crítico y cuestionar el consenso es clave para no caer en la trampa del autoengaño.

En *Nosotros, los mercados* , libro que te recomiendo que consultes como complemento a éste, explicaba el concepto de «pensar contra la caja» (*think against the box*), no «fuera de la caja» (*outside of the box*), como se suele decir.

¿Por qué tenemos que pensar «en contra de la caja»?

Porque «la caja», el llamado consenso, está repleto de mensajes predeterminados hacia un lado, que pueden ser una colección de incentivos perversos.

Decía Margaret Thatcher que «el consenso es la ausencia de liderazgo». El consenso de analistas, las estimaciones de grandes entes internacionales o lo que piensa la mayoría no son la verdad revelada y ni mucho menos una garantía de fiabilidad. Son referencias para que nosotros lleguemos a nuestra conclusión después de un análisis lo más científico posible. Tienen un inmenso valor como referencias, nunca como guía necesaria y suficiente a seguir.

Obviamente, además, cuanto más sigas al consenso menos valor añadido tiene tu trabajo. Si empiezas a trabajar en un banco o fondo de inversiones y recomiendas una inversión porque «lo dice Goldman Sachs», ¿qué valor tienes tú o tiene tu trabajo? Cero.

¿Significa eso que no debes leer lo que recomienda un analista de Goldman Sachs o de cualquier banco de inversión? No. Pero deberías hacer lo que aprendí en Citadel: romper o ignorar la primera página de los informes de análisis de los bancos de inversión y leer el resto. ¿Por qué? ¿Qué tiene la primera página? El precio objetivo, la recomendación de compra y el resumen ejecutivo. Ninguna de esas tres cosas te debe importar nada. Porque es ahí donde se concentra lo menos importante del informe. Lee las páginas interiores y, sobre todo, las finales. Lo que recomiende comprar o vender un banco es irrelevante. Lo que importa es el análisis detallado, el balance y la cuenta de resultados estimada. Eso es lo que debes leer con ojos críticos y llegar a tu conclusión, no a la suya. Porque, si te centras en la primera página, a lo mejor te olvidas de que las premisas desde las que se han construido esas estimaciones pueden ser más que optimistas..., o bien ser demasiado pesimistas. (Aunque lo segundo es mucho más raro.)

Debes pensar contra la caja porque dicha caja es una máquina de venta de estimaciones siempre positivas. La inmensa mayoría de la información financiera que recibimos tiene un sesgo positivo y, en un creciente número de casos, un sesgo paternalista y edulcorado.

Las estimaciones de los grandes entes supranacionales y bancos de inversión casi siempre fallan por ser optimistas. Ignorar ese sesgo positivo y caer en el error de ver ese análisis como una bola de cristal infalible es imperdonable —aunque ese análisis es de enorme valor si se usa adecuadamente.

En su *paper* «Lessons from OECD forecasts during and after the financial crisis», [6] Christine Lewis y Nigel Pain explican que «las estimaciones de crecimiento han sido sobreestimadas repetidamente en las proyecciones, que no pudieron anticipar el alcance de la desaceleración ni, posteriormente, el débil ritmo de recuperación. Muchos otros analistas cometieron errores similares». Lo mismo puede decirse de las estimaciones de beneficios de los bancos de inversión. [7]

El sesgo positivo es algo que no sólo no podemos ignorar, sino que es generalizado. Los Estados jamás van a dar estimaciones de

crecimiento que no sean positivas. ¿Cuándo has visto a un gobierno decir «el año que viene va a ser malísimo», aunque lo sepa? Los entes supranacionales usan la información que dan esos Estados para poblar sus estimaciones, lo que invariablemente lleva a un sesgo positivo, aunque en los últimos años se haya mejorado masivamente en independencia y fiabilidad. Incluso así, la tendencia natural de los analistas es a ver los factores positivos. Los analistas en los bancos de inversión también sufren ese sesgo, y no es casualidad que la mayoría de las recomendaciones sean de compra ni que las de venta sean muchas menos. No es por maldad ni por incompetencia, sino porque no queremos entender que las recomendaciones y los análisis son relativos, no absolutos. Por ejemplo, un analista de un banco que cubre el sector de telecomunicaciones elegirá en su sector los valores que más le gustan, y recomendará comprar aunque el sector sea un desastre en bolsa. Si es al revés, y el sector está en una senda alcista, hará lo propio. Los estrategas decidirán qué sectores sobreponderar y cuáles infraponderar (tener mayor o menor peso en una cartera), pero también siempre con un sesgo positivo. La razón es simple: la inmensa mayoría de los clientes del banco de inversión necesitan comprar (fondos institucionales) ante la entrada constante de fondos, y buscan ideas alcistas en las que aumentan peso o reducen peso dentro de unos baremos.

Si los gobiernos, los bancos de inversión, los entes supranacionales y, con ellos, los medios de comunicación que divulgan sus previsiones y recomendaciones tienen todos un sesgo positivo, tu labor no es seguirlos como una oveja, sino aportar tu valor añadido desde una visión crítica y con un sesgo negativo sano. Es la mejor manera de contrarrestar esa máquina de publicidad y sacar el máximo partido de esa valiosísima información que dan esos informes y artículos sin caer en las trampas de la industria.

Con un sano sesgo crítico es mucho más fácil navegar el complejo mundo de la inversión.

No olvides que tu objetivo no es batir al mercado, pero, desde luego, si seguimos al consenso no lo batimos jamás. Es más, es muy probable que si nos subimos al consenso hagamos tres cosas letales: comprar cuando nos lo dicen, vender sin saber por qué y reducir a cero tu valor añadido como inversor o analista.

La mejor manera de maximizar el valor añadido como inversor es

haciendo que en tu cartera tengas el máximo posible de inversiones que lleven tu inequívoca firma, en las que tu análisis te dé la confianza para saber que esa inversión es adecuada, de modo que, si te equivocas, sepas exactamente que es culpa tuya y lo corrijas rápidamente.

Convicción no es religión. No olvides que los pasos para poder batir al mercado siempre pasan por ser lo suficientemente honestos para enmendar errores y salir más fuertes.

No olvidemos que las recomendaciones son gratuitas, pero el riesgo es caro, y real. Y esto lo repetiré varias veces: no existe activo de inversión sin riesgo. Incluso un bono soberano puede devaluarse o entrar en un impago. No existen activos con información sin efecto.

Debemos separar el «ruido blanco» de la información valiosa. Hay que discernir la información importante de la superflua u orientada. Si te despiertas y, mientras te tomas un café y un zumito, lees una noticia o un titular de un periódico económico y consideras que eso es información de valor añadido, tengo una mala noticia para ti: es información pasada. Eso no significa que no debas leer los periódicos, al contrario, toda la información cimenta tu análisis, incluso si te lleva a análisis inversos a la orientación de la noticia. Pero debes discernir entre valor y dato. Los datos que están a disposición de cientos de miles de personas al mismo tiempo no tienen valor. El valor lo da tu análisis. Es decir, el valor del dato de producción industrial, del PIB o de los beneficios de una empresa no son la cifra ni, mucho menos, su tendencia, sino qué valoras tú de ello para tomar decisiones a futuro o corregir errores.

Si tomas decisiones basadas exclusivamente en la interpretación de otros o centradas en el dato mismo, te equivocarás. ¿Cuántas veces has visto unos resultados de una empresa que los analistas consideraban buenos, la empresa consideraba buenos y la prensa consideraba buenos, y después el valor ha caído en bolsa? O al revés: ¿cuántas veces has visto unos resultados de una empresa que todos consideraban cara y sin potencial, y que después se ha disparado en bolsa?

Si niegas la valiosa información que te proporciona el precio, estás abocado al fracaso.

No olvides que, todos los días, cada activo que se vende es comprado por alguien. No existen los conceptos de «todo el mundo

está vendiendo» o «todo el mundo está comprando». El precio al que se vende es otra cosa.

¿Quién está equivocado, el que compra o el que vende? Dado que tu objetivo es preservar capital y conseguir batir la inflación, ese debate es estéril.

Nunca preservarás capital ni batirás la inflación si te atormentas pensando quién se equivoca ante un movimiento de mercado. Es el ejercicio más estéril del mundo. La pregunta es la siguiente: ¿qué vas a hacer para corregir tu error?

Me centro en los errores porque la inversión no es ponerse medallas por los éxitos. La inversión es aprender de las equivocaciones.

¡Has ganado dinero con una inversión! ¿Qué quieres, que te demos un premio, que erijan una estatua en tu honor? Es tu obligación. La pregunta es qué estás haciendo para corregir la parte de tu cartera que funciona mal. Esa que mantienes por vagancia, obstinación, orgullo o desinformación.

Deshazte ya de esos pesos muertos que mantienes porque sí, que sabes que no funcionan, que sabes que te has equivocado. ¿Quién te obliga a mantener un peso muerto que lo único que hace es nublar tu capacidad de buscar otra de los miles de buenas oportunidades que existen en el mercado?

Es habitual que cuando compramos un coche, por ejemplo, manejemos una gran cantidad de información, pero acabemos tomando la decisión porque nos gusta la línea o el color. Por tanto, hemos manejado mucha información que no ha significado nada para nosotros.

Igual que con los vehículos, los inversores tendemos a simplificar nuestras decisiones de inversión a niveles extremos. Compramos por *lo que parece* que es, y no por *lo que es* .

Hay tres grandes falsedades que generan errores que tendemos a repetir cuando elegimos una inversión:

1. «Es una buena empresa»

Esta frase no significa nada. Puede ser una buena empresa para mandar tu *curriculum vitae* y, a la vez, la peor inversión posible. Tú conoces ya muchas de ésas y probablemente tengas alguna en cartera.

Hay empresas que son decentes desde ciertos puntos de vista, que tienen una marca o marcas reconocibles, etcétera, y, sin embargo, son una mala inversión, porque destruyen valor para el accionista; o bien son una inversión que no se adapta a nuestro perfil de inversor o perfil de riesgo.

Cuando compras una empresa (sus acciones) no compras lo que era hace diez años, sino lo que será dentro de varios años. Cuando hablamos de destrucción de valor para el accionista no podemos olvidar que los mayores ejemplos son precisamente empresas aparentemente muy grandes y muy sólidas. Si una empresa usa la rentabilidad generada por actividades de alto margen y valor añadido para comprar «renta de posición» [8] en países de alto riesgo y bajo valor añadido, dicha empresa no crece, sino que engorda. Y muchas veces confundimos empresas que engordan con empresas que se fortalecen. Lo primero destruye valor; lo segundo crea menos titulares y premios mediáticos, pero es mucho más interesante para el accionista.

Nunca olvides que, como accionista o bonista, tú no estás en una ONG dedicada a financiar el apetito megalómano de un equipo directivo, sino que tu objetivo es asignar capital a aquellos que crean valor y ponen tu dinero a trabajar de la manera más eficiente y constructiva posible. Recuerda que la función del ahorro no es mantener viva a una empresa en declive, sino que tus fondos contribuyan al progreso; y la mejor manera de hacerlo es desde la rentabilidad.

Que nadie te diga que hay que olvidar la generación de beneficios a la hora de invertir. El beneficio es parte de la sostenibilidad. Las pérdidas son insostenibles. Lo que pierdas en una aventura ruinosa lo paga alguien.

No existen nada más que dos tipos de economías, las basadas en beneficios y las basadas en pérdidas. La primera fortalece el progreso, y por eso puede dedicar parte de su beneficio a actividades sociales, aun sin rentabilidad económica. La segunda no consigue nada de ello. Lo mismo pasa con las empresas.

Rex Tillerson, ex secretario de Estado de Estados Unidos, siempre decía que «no existe estrategia a largo plazo que no se pueda monitorizar cada día». Que no te engañen con la excusa del largo plazo. Si una empresa es incapaz de gestionar y predecir la creación

de valor de este año, ¿de verdad crees que lo va a hacer maravillosamente dentro de una década?

No existe el concepto de «es una buena empresa» como inversión. Una buena empresa cuida de su accionariado y sus bonistas creando valor, porque ése es su sistema sanguíneo, es lo que le permitirá financiar la parte de su negocio que está naciendo y supondrá el crecimiento futuro mientras a la vez trabaja por sus trabajadores, proveedores y clientes y por la comunidad. Si ignoras el corazón y el sistema sanguíneo, puedes trabajar todo lo que quieras sobre tu aspecto exterior, pero te estarás matando.

Una empresa que no crea valor para accionistas o bonistas jamás creará valor sostenible para su comunidad. Que no te cuenten lo contrario.

Además, muchas veces nos equivocamos en la parte de la estructura de capital en la que invertimos cuando usamos ese subterfugio de «es una buena empresa». Tal vez sea un desastre como acción en renta variable, pero probablemente tenga una estrategia muy sólida de mantener los pagos de su deuda y garantizar su solvencia aunque no genere crecimiento. Entonces es una buena inversión como bono, pero no como acción. Si miras el desempeño de los bonos de muchas de esas empresas «buenas» que nos frustran como inversores en renta variable, seguro que te llevas una sorpresa. A lo mejor, tu análisis de por qué es una buena empresa estaba equivocado en la expresión bursátil de su bondad, pero puede ser una gran idea invertir en ella en cuanto renta fija. Porque quizá es un negocio en declive, pero el director financiero lo sabe y centra su acción en reducir deuda y mantener la solvencia del balance. Entonces te conviene comprar sus bonos.

2. «Los fundamentales no han cambiado»

Esto es una bobada como la copa de un pino y suele servir como excusa para mantener pesos muertos en una cartera e ignorar la realidad: que nos hemos equivocado de hipótesis. Suele usarse cuando la hipótesis era que la empresa iba a batir expectativas en su publicación de beneficios, pero hace lo contrario. «Los fundamentales no han cambiado», se oye decir. Vaya que no.

El cambio es la única constante en los mercados. La posición

estratégica y de generación de valor de una empresa cambia constantemente, y no podemos olvidar que lo que estamos comprando no es lo que ocurre, los beneficios que ésta haya publicado, sino las cifras comparadas con lo que esperaba el mercado.

«Bueno, todavía gana dinero», escuché decir una vez a un analista al comentar los resultados de un banco tras ganar una cifra respetable, pero muy por debajo de lo esperado. Una excusa para mantener un peso muerto.

Yo he trabajado en comunicación corporativa antes que en gestión y macroeconomía, y es una evidencia que una empresa que decepciona en sus resultados de un trimestre probablemente lo haga en los siguientes. Y ello se debe a una sencilla razón; veámosla... Ninguna empresa quiere dar resultados malos, pero la mayoría, sobre todo si son grandes, saben que la tendencia no es buena meses antes de publicarlos. Mientras tanto, los analistas de los bancos de inversión, para mantener su recomendación de compra, mantienen a su vez unas estimaciones de beneficios que saben que no se van a cumplir. Entonces, el equipo de comunicación alerta a los analistas de que esas expectativas pueden ser demasiado altas. El analista baja sus estimaciones, pero mantiene la recomendación. La empresa publica resultados, que son pobres, pero el analista dice que era esperado y que el trimestre que viene será bueno. El director financiero analiza los resultados y anuncia que hay una serie de imponderables y efectos coyunturales que esperan que se corrijan pronto. ¿Ves la cascada de hechos? En realidad, lo que es casi una certeza es que el próximo trimestre será también un desastre.

Los fundamentales están cambiando y mucho.

Otro grave error de esa frase es la idea de que los fundamentales son inherentes a la empresa y que todo lo demás es irrelevante.

No hay nada más fundamental que los tipos de interés, la inflación o el riesgo país. Si un país está al borde del impago de deuda soberana, decir que los fundamentales de la empresa radicada allí no han cambiado es simplemente mentir.

Caer en el error del «efecto sede» es otro. Una empresa que está radicada en un país, aunque tenga el 70 por ciento de sus beneficios en el extranjero, sufre el riesgo país también. No de la misma manera que una que tenga el cien por cien de sus beneficios en el mercado nacional, pero sí de manera relevante. No existe esa ridiculez de que si

el país se va a la quiebra una empresa multinacional de esa nación no va a sufrir el impacto de manera muy relevante. ¿A quién crees que va el gobierno a subir los impuestos o crujir regulatoriamente ante ese escenario de riesgo de deuda soberana?

¿De verdad crees que si bajan los tipos de interés o se dispara el riesgo país los fundamentales de un banco «no han cambiado»?

No hay nada más fundamental que el entorno macroeconómico y monetario. Porque, cuando lo analizamos, el valor de una empresa no deja de ser una combinación del flujo esperado de caja futuro (valoración por descuento de beneficios) y del valor de sus activos (valoración por suma de partes), y ambos están afectados por el coste medio ponderado del capital de la empresa. [9]

Cuando compramos una empresa o un bono, los factores externos tienen muchísima importancia, y, cuanto más grande sea la empresa, mayor será la parte de «valor terminal» o «valor residual» que compramos, por lo cual el valor presente neto se ve especialmente afectado por el corto plazo. Vamos, que son precisamente esas empresas, valores y bonos que llamamos de largo plazo los que sufren vaivenes más importantes por cambios macroeconómicos. Normal, ¿no? Sin embargo, nos intentan convencer de lo contrario. Nos intentan decir que los valores supuestamente de largo plazo no se verán afectados por cambios macroeconómicos o monetarios. Es lo contrario.

Por eso perdemos dinero cuando el mercado se da la vuelta y tenemos la cartera plagada de empresas aparentemente inmunes, porque «los fundamentales no han cambiado». Son empresas mucho más cíclicas de lo que sugiere su tamaño y su peso en los índices. Hablaremos más tarde de los errores que cometemos al hablar de sectores *value* (valor) comparados con sectores *growth* (crecimiento).

Nunca caigas en el error de ignorar la cantidad y el precio del dinero en inversión. Es como ignorar los cambios de marea a la hora de hacer surf. Es la garantía del fracaso. Porque los fundamentales cambian constantemente.

3. «Tiene un buen dividendo»

Las empresas que pagan dividendo suelen tener un mejor comportamiento bursátil que aquellas que no pagan dividendo. Esto es

un hecho. El dividendo suele ser una señal de solidez, ya que se reparte entre los accionistas el excedente después de cubrir compromisos crediticios y de inversión. Es una señal, además, de confianza en la solidez a futuro. Pero, cuidado, el dividendo puede ser engañoso. Por eso tienes que analizarlo de manera crítica.

Si la empresa no tiene una estrategia demostrable de creación de valor y crecimiento, el dividendo no significa nada. Se descuenta del precio de la acción el día que se paga, y el inversor se queda igual o peor que estaba.

Lo que tú quieres como inversor no es una empresa que pague dividendos, sino que los pague y se revalorice más tras recortar el cupón (deducir el dividendo del precio de la acción). Y eso es mucho más complejo de lo que parece.

La empresa puede estar dando dividendo a costa de endeudarse y empeorar su balance con respecto a su capacidad de mantener su solvencia. En estos casos el dividendo no sólo no es bueno sino que es empíricamente malo para el inversor, aunque la empresa considere que no.

La empresa puede estar pagando el dividendo en nuevas acciones emitidas, que es como invitarte a cenar pagando con tu cartera. Esto diluye la participación del accionista en la empresa, y, si no se cancela un mismo número de acciones, hasta puede suponer un mayor flujo vendedor. Si una empresa emite acciones para pagar el dividendo, diluye al accionista (hay mayor número de acciones en circulación) y si recompra acciones, pero no las cancela, no varía la cantidad de títulos en circulación, por lo tanto no tiene efecto positivo en sí mismo.

En dividendo, no existen euros por céntimos. No existe rentabilidad alta con riesgo bajo. Cuando nos dicen que una empresa tiene una alta rentabilidad por dividendo, eso no significa poco riesgo, sino mayor. Muchas veces vemos una empresa con una rentabilidad por dividendo del 10 por ciento (dividendo por acción con respecto al precio de la acción) en un índice que tiene una rentabilidad media por dividendo del 2 por ciento y pensamos: «¡Qué maravilla!». O leemos sobre los «jugosos dividendos» de empresas cuya acción ha caído mucho. Mucho cuidado, porque lo que está reflejando ese aparente chollo es que la probabilidad de que ese dividendo no se pague o que se cancele parcialmente es enorme.

No podemos caer en la trampa de creer que cientos de miles de inversores se equivocan con un gran valor de un índice y su capacidad de pago de dividendo o la sostenibilidad del mismo. Cuando algo parece demasiado atractivo, es muy probable que no ocurra.

No te quejes cuando compres una aparente enorme rentabilidad por dividendo y pierdas dinero. Recuerda que el dividendo sólo es positivo cuando es sostenible y no compromete la solvencia o liquidez de la empresa. Y no olvides que no existen los chollos.

Invertir no consiste en comprar unas cuantas acciones y esperar a «ver qué pasa». Eso es como comprar una planta y esperar que la lluvia y el aire la mantengan viva. Invertir se parece más a una labor de jardinería. Es importante elegir lo que plantas y no fijarte sólo en las flores más vistosas, sino en el cuidado del suelo, la combinación de unos elementos y otros, la luz, la temperatura, el agua...

Invertir, mi querido lector, es complicado, requiere de análisis y es muy poco «sexi». Es decir, si ves que no es lo tuyo...

El peor inversor es el adicto a las teorías de la conspiración y al titular, es decir, aquel que repite lo que otros dicen. A todos nos ha pasado alguna vez que hemos caído en alguna teoría conspirativa para justificar nuestras malas inversiones. La más típica es la de hablar de una especie de confabulación entre poderosísimos multimillonarios para hacer que mi triste e irrelevante inversión baje. Además de que la colusión es por definición ilegal y conlleva penas de cárcel que ningún inversor quiere sufrir, si existiesen tres o cuatro desorientados que, apoyados por mucho dinero, tomasen posiciones erróneas, en el otro lado hay decenas de miles de millones que les harán perder su apuesta.

Recuerda siempre que, si tu tesis de inversión es un titular, una teoría conspirativa o la opinión de otro, tu valor como inversor es cero. Y el riesgo de que te equivoques, máximo.

A todos nos ha pasado eso de entrar en pánico ante una corrección. Si analizas la inversión como un proceso orgánico de creación de valor, entenderás que una corrección, igual que un alza a máximos, es una oportunidad para fortalecer la cartera.

Hablando de teorías conspirativas, la que más me divierte es la de culpar «a la especulación» de que falle, precisamente, nuestra especulación. ¿No resulta divertido escuchar o leer a un especulador que, sólo por ser minoritario, critica que su cartera va mal por culpa

de «los especuladores»?

Somos muy tolerantes al riesgo cuando los activos suben, pero muy poco cuando bajan. Tenemos tendencia a confiar demasiado en valores que antes han generado una rentabilidad positiva o bien a orientarnos a activos en torno a los que se ha tejido alguna teoría de la conspiración. En el fondo, mirar la oferta y la demanda reales es aburrido… Pero todos estos sesgos conspiran contra nosotros: ésa es la auténtica conspiración. Y por eso solemos sorprendernos a la baja.

Siempre me hizo gracia una expresión que usaban mis colegas con cierta frecuencia, la de *lazy Buffetts* [Buffetts vagos], en alusión a aquellos que no venden ni reducen posiciones cuando se dispara un valor que poseen, y que tampoco reducen ni venden posiciones en activos con los que se han equivocado. Es decir, son aquellos que dicen que siguen el estilo de Warren Buffett pero obran al contrario que este gran inversor conocido como el «oráculo de Omaha».

¿Y qué tolerancia tengo yo realmente?

«El problema de la mayoría de los inversores es que no entendemos nuestra verdadera tolerancia al riesgo —me explicaba Jim; y me ponía un ejemplo muy evidente—: A todos nos parece una idea chula [*cool*] ir de *rafting* o hacer *puenting* [*bungee jumping*]… Hasta que lo haces.» Un inversor sólo sabe cuál es su verdadera tolerancia al riesgo al analizar su reacción poniendo a trabajar su propio dinero.

Por eso es irrelevante y hasta contraproducente hacer carteras modelo «de papel». Porque no estás invirtiendo, estás jugando a invertir, y no reflejas de ninguna manera tu reacción y tus acciones ante una inversión real.

«All paper portfolios go to the bin», [10] solía decir Ken. ¡Cuánta razón tenía!

2

Un rápido test de perfil de riesgo

«—Mira, mamá, sin manos.
—Mira, hijo, sin dientes.»

Veamos un breve test sobre el perfil de riesgo:

Si invierto una cantidad de dinero y mi cartera cae un 3 por ciento en un día, ¿duermo bien esa noche?

(Esto nos dice si realmente tenemos capacidad para asumir la volatilidad. Si tú pasas mala noche con una corrección del 3 por ciento, claramente la inversión en criptomonedas —bitcoin u otras— o bolsas emergentes no es para ti.)

Si mi inversión se dispara un 50 por ciento en un año, ¿compro más, mantengo o reduzco posiciones?

(Esto nos explica nuestra posición en cuanto a rotación. Una fuerte revalorización puede ser una oportunidad para vender parcialmente, totalmente e incluso para mantener o comprar. No es una cuestión de saber si la respuesta es correcta siempre, sino si es adecuada para uno mismo. Aunque te parezca raro, hay gente que compra en períodos muy alcistas porque ven lo que se llama momentum*, o inercia de mercado. Otros prefieren tomar beneficios y asegurar ganancias. El mercado ofrece cada día oportunidades para cada uno.)*

Si mi cartera tiene bonos del Estado y el Estado entra en déficit, ¿compro o vendo bonos?

(Esto nos da una idea de nuestra posición con respecto al riesgo de crédito. Puedes interpretar que es momento de comprar porque la demanda de bonos de ese Estado sigue creciendo a pesar del déficit o porque piensas que el banco central va a recomprar parte de ese flujo, o bien puedes decidir vender por el riesgo de solvencia del país. Cada una de esas

actitudes nos dice qué apetito por el riesgo tienes, de mayor a menor en este ejemplo.)

¿Qué hago cuando pierdo dinero? ¿Entro en pánico? ¿Compro más y doblo la apuesta? ¿O reviso mis errores y acepto pérdidas para reforzar en otras áreas?

(Si entro en pánico, que es legítimo, porque el miedo es libre, debo revisar mi percepción de apetito por el riesgo y, desde luego, evitar caer en los mismos errores en el futuro. Cualquiera de las tres decisiones es legítima, pero nos dicen cosas distintas de nuestro perfil de riesgo. Obviamente, de cara a crear una cartera de largo plazo, entrar en pánico o doblar la apuesta pueden ser opciones demasiado agresivas.)

Uno de los grandes consejos que yo recibí en mi carrera en Londres es el de poner en la lista negra valores o activos en los que hayas perdido dinero porque te han engañado o han incumplido. Hay que salir y olvidarse de ellos, y no caer en la trampa de nuevo. ¿Para qué? Para aceptar las pérdidas, entender por qué las has generado y olvidar esos valores, ya que siempre hay decenas de miles de opciones de inversión mejores y más atractivas.

Cuando tienes en la cartera un «activo trampa» de esos en los que la estrategia de la empresa o del emisor simplemente no funciona, cuyos objetivos no se cumplen o lo hacen mal siempre, lo mejor es olvidarlos, como a una mala pareja, porque si los mantienes en cartera te van a hacer la vida imposible. Por un lado te va a obsesionar ver esa rémora perpetua, esas inversiones que cada día no hacen nada bueno, y por otro te va a impedir encontrar tantas otras oportunidades excelentes que ofrece el mercado global.

Imagina que has comprado un bono o una acción de una empresa por su sólida estrategia, su buen equipo directivo, sus expectativas de fuerte crecimiento y su saneado balance, pero se dedica a comprar basura a precio de oro por el mundo con tu dinero mientras genera peores y peores resultados y da excusas para justificar su mal desempeño. Adiós. Hasta nunca. A la lista negra... Hay miles de empresas y emisores —incluso entre las que se pueden comparar con ella— que son mucho mejores. Te vas a quedar como si te hubieses quitado un peso de encima. Literalmente. Eso sí, si tiempo después sube o empieza a cambiar su desempeño, puedes plantearte retomarla; pero mi recomendación personal es que un activo o empresa que entra en la lista negra debe quedarse ahí. Me juego lo que quieras a que hay

decenas de activos entre empresas comparables que generan la misma o mejor rentabilidad para el inversor.

Es importante conocernos como inversores, ser conscientes no sólo de nuestra situación objetiva sino también de nuestra actitud relativa ante momentos diferentes. En una crisis, ¿somos procíclicos o anticíclicos?, ¿estamos atentos a los fundamentales?, ¿tenemos alta o baja tolerancia a la volatilidad?, ¿cambia nuestra propensión al riesgo dependiendo del momento macroeconómico?

Recuerdo una vez en que un cliente me explicó durante varios minutos su visión de la economía. «Señor Lacalle, esto se va al carajo —me dijo—. Este país va a entrar en una crisis de la que no saldremos en décadas, va a haber miseria, y, con esta deuda, muchos van a quebrar... A propósito, ¿cree usted que es momento para entrar en bancos?» Pues no, querido amigo. Es decir, si tu percepción del entorno y tu análisis de la realidad te dicen una cosa, incluso si tu asesor no está de acuerdo, lo último que debes hacer es invertir en contra de algo de lo que estás convencido. Porque no vas a saber qué hacer si te equivocas, tanto al alza como a la baja.

Si una persona que ve el mundo de manera tan calamitosa decide invertir en un sector tan cíclico y expuesto a todo aquello que ve que va fatal, como son los bancos, seguro que va a perder dinero a medio plazo.

En inversión tenemos la enorme suerte de tener acceso a la mejor información disponible para todos. Un inversor minoritario cuenta hoy con el mismo acceso a la información de empresas y emisores que un profesional. Además, proliferan las páginas web y los foros de inversión donde puedes acudir a la opinión de expertos. Nunca puedes decir que la razón por la que una inversión no te ha ido tan bien como quisieras es por tener menos información que los demás. Aprovéchala.

Lo bueno de leer la opinión y el análisis de otros es que te ayuda a formarte una idea propia y a cuestionar tus prejuicios. Pero, repito, no debemos tomar esas opiniones como infalibles. Leer y analizar lo que otros dicen te ayuda a reforzar tu capacidad de análisis crítico. Seguir a otros con los ojos cerrados te ayuda a tropezar y caer.

Si tienes baja tolerancia a la volatilidad, no debes invertir en activos de altísima volatilidad por mucho que suban, ya sean criptomonedas o *start-ups* , inversiones que pueden sufrir variaciones de un 50 por ciento en plazos muy cortos. Los inversores de mayor

éxito lo son porque tras efectuar un análisis detallado y crítico adecuan su estilo a su forma de pensar.

«Si no me lo puedes explicar en tres frases no merece la pena.» Ésta no es una frase arrogante de un gestor multimillonario, es una realidad como una casa.

En Citadel aprendí esta regla, y en Ecofin, PIMCO y Tressis hemos utilizado con éxito este método: reflejar por escrito en tres frases cortas la tesis de inversión, la razón por la que decidimos invertir. Por supuesto, esas tres frases cortas no pueden ser obviedades, vaguedades ni referencias externas del tipo «Goldman Sachs lo recomienda». En esas tres frases clave se sintetiza la razón por la que invertimos, y ese resumen debe estar, por supuesto, soportado por un análisis serio y detallado.

¿Por qué sirven? Porque es la mejor forma de evitar que te autoengañes si la inversión genera pérdidas.

Si has comprado un activo por su alto crecimiento y sus fuertes márgenes, todo ello soportado por cifras, y los resultados son un bajo crecimiento y unos pobres márgenes, no te engañes. El que se ha equivocado eres tú. No compres algo porque es *growth* (de crecimiento) y, cuando se desploma, lo mantengas porque es *value* (de valor, barato). Envíalo a la lista negra... y ponte a buscar otras opciones.

No olvides tampoco que lo que tú consideras barato puede ser muy caro para los demás, y que aunque personas con distinto perfil pueden ver en las caídas la oportunidad de comprar más, debes conocer los límites de tu capacidad de doblar la apuesta.

¿Tengo que comprar lo que cae y vender lo que sube? En inversión, como en todo, la tendencia y la gravedad no se deben ignorar. Es muy importante entender que los grandes inversores no se dedican a «coger cuchillos que caen» (*catch a falling knife* , en inglés). Y que tomar beneficios en activos que suben mucho es bueno, pero debemos conocer bien la tendencia y mantener una posición suficiente.

Comprar lo que cae y vender lo que sube no es *value* (inversión en valor), es irresponsabilidad.

Pero las gangas aparecen en períodos de caídas, ¿no? Claro, pero una regla que aprendí de un buen amigo en GLG es la siguiente: «El primer 10 por ciento tras un desplome es para los héroes, y el último

10 por ciento tras un *rally* (carrera alcista), para los osados».

El mercado suele darte excelentes oportunidades, y a veces es difícil saber cuál es el último 10 por ciento en valores que no paran de subir. Pero, cuando veas activos en caída libre, no agarres el cuchillo en la caída, espera a que se estabilice y a que los héroes paren la sangría. Tú no estás para liderar la carga. No tienes suficiente capital ni tolerancia a las pérdidas, ni probablemente «pólvora» suficiente para ir construyendo posiciones a la baja y quedar bien cuando hagas la media de los precios a los que has comprado.

Desde luego, ser más tolerante con los activos en tendencia alcista tomando parcialmente beneficios es una estrategia ganadora en un número importante de ocasiones. Pero ser tolerante con los cuchillos en caída libre es siempre una estrategia perdedora. «La mayoría de los héroes y heroínas que recuerdas suelen ser conocidos por haber muerto jóvenes», me decía un querido gestor y amigo lituano.

Por todo ello, podemos decir que es mucho más importante conocerte a ti mismo como inversor que «predecir» el mercado.

Recuerda. Tu dinero debe ser una fuente de seguridad, no de incertidumbre. Intentar descifrar el comportamiento del mercado es entretenido, e incluso divertido, pero no es tu objetivo. Tu objetivo es aprovechar esa herramienta.

No olvides que puedes comprar toda la información y los análisis existentes sobre el mercado y fallar por no conocer tu propia capacidad de riesgo. De hecho, es mucho más frecuente equivocarse por no entender tu propia capacidad de asumir riesgo que por no conocer el mercado.

También debes entender que tu perfil de riesgo cambia con la edad, de la misma manera que cambian tus hábitos de consumo, tus obligaciones, tus responsabilidades y tu entorno familiar, profesional o de ocio. Es normal ser más tolerante al riesgo y a la volatilidad cuando se es joven, cuando todos pensamos que tenemos «poco que perder y mucho que ganar». A medida que construyes una vida, una familia, un hogar, una carrera profesional, te haces menos tolerante a poner lo que tienes en juego.

Recuerda que no existe el concepto de «todo el mundo vende».

Todos los días se venden o compran el cien por cien de los activos en el mercado. En un mercado bajista, todos los días se

compra; y, en un mercado alcista, todos los días se vende. Si inviertes a medio y largo plazo, olvídate de jugar a adivinar qué va a hacer la gente y dedica tus esfuerzos a encontrar tu lugar en el mercado. Lo fundamental es saber qué oportunidades te da el mercado para tener más o menos exposición.

No es sensato asumir que en una crisis vas a identificar perfectamente el pico de mercado y que luego vas a poder volver a comprar en el suelo. Es muy probable que, si identificas un techo de mercado y vendes el cien por cien de tu cartera, luego no entres en la recuperación; y, al revés, es muy normal ver a expertos en comprar «gangas» quedarse atrapados por no realizar beneficios.

Es recomendable tener siempre invertida una parte importante.

Nunca he visto un gran inversor entrar y salir totalmente del mercado. Tampoco he visto a ningún gran inversor «casarse» eternamente con una inversión. Los grandes inversores a medio y largo plazo buscan lo siguiente:

1. Aumentar la cantidad gestionada. Para ello, es esencial «estar invertido» la inmensa mayoría del tiempo, ya que lo que quieres es gestionar más dinero, acumular y ver crecer el capital de tus clientes.
2. Afianzar la confianza del mayor número de clientes posible.
3. Tomar posiciones —a largo, medio y corto plazo— en las que se reduce y aumenta la cantidad invertida teniendo en cuenta los cambios de precio.
4. Generar rentabilidades consistentes. (Pocas cosas asustan más a un cliente que una cartera que suba o baje un 40 por ciento.)

Haz tú lo mismo.

Invertir nunca es comprar un activo y rezar esperando que suba. Los inversores, sobre todo los de largo plazo, suben y bajan su exposición, cambian la composición de su cartera, ponen a prueba la tesis en la que se basaba su inversión y la modifican si se demuestra que es falsa.

El principio para invertir es construir una cartera, y el símil del jardín o huerto que comentamos antes es clave. Una cartera necesita cuidado, seguimiento y tiempo, eliminar las malas hierbas y recoger

frutos cuando están maduros, pero sin destruir la base.

Construir una cartera no consiste en comprar acciones de sectores o empresas aparentemente diversificadas y olvidarse. Es muy probable que creas que tienes una cartera de acciones y bonos de sectores muy distintos, pero que, sin embargo, están muy correlacionados.

En muchas ocasiones hablo con clientes y amigos que se sorprenden al ver que los componentes de una cartera aparentemente diversificada suben o caen a la vez.

Como inversor debes entender que, con la «represión financiera» de los bancos centrales, la correlación entre activos aumenta, no disminuye.

La represión financiera es la política de mantener los tipos muy por debajo de la tasa de crecimiento y de la inflación. Entre las medidas típicas destaca la fijación de unos tipos de interés muy bajos, las compras de deuda pública por parte de los bancos centrales y el incremento de los incentivos al aumento de deuda pública.

Los tipos negativos y la represión financiera hacen estragos en la economía real, mientras los Estados se apuntan la medalla de las bajas primas de riesgo como si eso tuviera algo que ver con sus políticas. Los tipos negativos penalizan el ahorro y la inversión prudente, generan mayor desconfianza —porque se percibe la incongruencia entre el coste del dinero y el riesgo real— y, lo que es peor, fomentan la masiva mala asignación de capital. Son un enorme incentivo al endeudamiento y al gasto improductivo a costa de ahorradores, pensionistas y sectores productivos.

Además también dan una falsa sensación de seguridad. Por eso hay bolsas y bonos con componentes aparentemente diversos que suben y bajan al unísono. ¿Crees que una cartera con varios valores del IBEX 35 o el EURO STOXX 50 está diversificada por tener activos de distintos sectores?

Jeffrey Wurgler, profesor de finanzas de la Universidad de Nueva York, explica cómo el impacto de la simple inclusión de acciones en índices afecta notablemente su desempeño para que se muevan en conjunto con otros miembros de dicho índice independientemente de las diferencias en sus ganancias o sus valoraciones relativas.

Los hallazgos de Wurgler apoyan las teorías de que la creciente popularidad de la inversión indexada, medida en billones de dólares, y el crecimiento de la «negociación de alta frecuencia» (*high frequency*

trading), que permite a los operadores comprar y vender acciones y derivados en fracciones de segundo, pueden en parte ser responsables de una mayor correlación.

Adicionalmente, los billones de liquidez inyectados por bancos centrales aumentan la influencia de la indexación y la popularidad de los productos basados en índices, en particular los futuros y los fondos cotizados en bolsa (*exchange traded funds* , ETF), como una causa de una mayor correlación en los últimos años.

La creación y redención de ETF, un mercado de casi un billón de dólares, lleva a la compra y venta, respectivamente, de todos los componentes de los índices a la vez. Esto significa que los precios de las acciones se mueven al unísono.

En general, en 2010, Wurgler estimaba en más de 8 billones de dólares los productos vinculados a índices desde el comienzo de la locura monetaria en la que estamos sumidos. [1] Esto sólo ha aumentado. Lo mismo ocurre con la correlación entre acciones y bonos. [2]

Tu cartera, aparentemente diversificada, está enormemente expuesta a subidas de tipos, políticas monetarias..., importantes factores de riesgo que determinan el valor de toda una cartera. Aunque las empresas y los sectores parezcan no tener nada que ver por sus nombres, hay una correlación muy alta entre los activos.

Un exceso de políticas mal llamadas expansivas ha generado una enorme expansión de múltiplos en renta variable y un fuerte aumento del precio de los activos de renta fija, y ha disfrazado el riesgo bajo un manto de liquidez y tipos bajos. Ésa es la «gran trampa» que generan los bancos centrales. [3] Tú, como inversor, tienes que vivir con ello, aprovecharlo y, además, evitar caer en el exceso de complacencia. Fácil no es.

Tenemos que analizar la realidad y no caer en la trampa de pensar que tomar más riesgo siempre va a ser defendido por los bancos centrales.

Los episodios de volatilidad deben aprovecharse, pero no podemos ignorar el riesgo de estanflación, el riesgo de exceso de optimismo, y tampoco podemos caer en un pesimismo que nos evite invertir. Debemos valorar todos los fundamentales, y el monetario es uno de ellos, pero no el único.

Nosotros, como inversores, debemos aprovechar y entender los

ciclos monetarios y de tipos de interés. Lo que es inmoral es defenderlo públicamente porque tenemos un incentivo perverso. Un inversor serio debe ser crítico con la política monetaria excesiva, no aplaudir algo que es malo para todos a largo plazo sólo porque a corto plazo sube la bolsa.

El ciclo alcista no debe justificarse cuando es anómalo y está liderado por la represión financiera. Por eso, como inversores, debemos hablar de oportunidades y alertar sobre burbujas.

Cuando el mercado de valores no refleja ni de lejos la situación macroeconómica ni los resultados empresariales es cuando debemos ser cautelosos, reconocerlo y valorar el impacto en nuestra cartera.

¿Por qué se genera esa abrupta expansión de múltiplos? ¿Cuál es el mecanismo que hace que la represión financiera haga la bolsa más cara? El banco central compra miles de millones de bonos soberanos. Al hacer el bono soberano de menor riesgo mucho más caro, la renta variable se encarece por ser la única alternativa en ese mar de liquidez que se ha generado, aunque los beneficios y el entorno macroeconómico no acompañen. Por eso se llama «represión financiera». El banco central hace que el bono soberano de bajo riesgo sea muy caro y sin rentabilidad por cupón real y fuerza a los ahorradores e inversores a asumir mucho más riesgo comprando renta variable o bonos arriesgados para encontrar algo de rentabilidad. El inversor tiene que sustituir el cupón del emisor más seguro por la rentabilidad de emisores y títulos mucho más arriesgados.

Pero el efecto placebo de los bancos centrales no es ni eterno ni evita la volatilidad. Por eso, nuestra cartera debe estar realmente diversificada y reconocer el exceso de valoración y de correlación.

Uno de los errores que cometemos es pensar que una burbuja de bonos soberanos va a generar una crisis financiera como la de 2008. Cuando una burbuja de bonos soberanos «pincha», lo hace con un estancamiento prolongado y endeudado, no con una crisis como la que vivimos en 2008.

Hazte una pregunta. ¿Comprarías bonos de España o Italia a 10 años a los tipos actuales si no los comprase el banco central? No. Ni tú ni nadie, o casi nadie. Eso es una burbuja: la inexistencia de demanda real suficiente en el mercado secundario a los precios actuales de un activo sobrepreciado.

Diversificar es esencial para evitar riesgo, y sólo si diversificamos

de verdad. Si tengo veinte valores del índice DAX alemán en una cartera de 21 valores, no diversifico. La diversificación no elimina riesgos; a veces pensamos que tener un banco español, una eléctrica española y una teleco española es diversificar, por el hecho de que son multinacionales muy grandes, y eso es máxima concentración.

A la hora de crear una cartera y empezar a invertir, no debemos caer en la trampa de la nostalgia. Un error grave que cometemos los inversores a menudo: pensar que antes era más fácil invertir y había menos incertidumbre. Eso es falso.

Otra trampa es la falacia de la «alta» incertidumbre. Muchas veces llamamos incertidumbre a algo que sabemos que no va a pasar, pero nos gustaría que pasase. Muchas veces llamamos incertidumbre a que ocurran cosas que no nos gustan, aunque sepamos que van a ocurrir.

La falsa diversificación te proporciona una falsa sensación de seguridad. ¿De qué hablamos cuando queremos diversificación real? Pues, por ejemplo, si tienes muchas acciones de la eurozona, será buena idea tener también cierta proporción de dólares, oro o plata.

Es buena idea que pienses en tu cartera como si fuese ese jardín que comentábamos o, tal vez, como me explicaron usando un símil deportivo, como si fuese un equipo de fútbol. A mí ese símil me lo explicaron usando un equipo de fútbol americano, pero lo adaptaré aquí.

En un equipo no hay sólo delanteros (acciones cíclicas) o porteros (activos defensivos): hay un portero, una línea de defensas, unos centrocampistas y, por supuesto, unos delanteros que marcan goles. Con sólo porteros o sólo delanteros sueles perder en casi cualquier escenario de volatilidad. Podríamos decirlo así:

- El portero y la línea defensiva son, por ejemplo, el dólar o el oro, activos muy defensivos que pueden no dar rentabilidad en períodos de euforia pero te protegen de la represión financiera. Luego puedes tener porteros estrella que marcan goles de vez en cuando, como son las criptomonedas. El portero es el que te protege de la destrucción del poder adquisitivo de las monedas que no son reserva de valor global (es decir, todas menos el dólar).
- Un centro del campo puede estar compuesto por empresas

«seguras» de renta variable.

- Los delanteros son las acciones de renta variable orientadas al ciclo.

En cualquier caso, tú eres el entrenador. Debes escoger los jugadores y la táctica, y cambiarlos a lo largo del partido según veas el desarrollo del juego. Siguiendo con el símil futbolístico, jamás debes decir «el mercado es el mercado» o «el resultado podía haber sido peor». Como inversor, debes ser mucho más severo contigo mismo. Tú eres el entrenador y el dueño del club: te juegas tu dinero. Y si no tienes la capacidad ni el tiempo, debes hacer esto mismo, pero a través de tu gestor; debes coordinarte y alinearte con él —porque tú lo has escogido— y sacar el máximo resultado a tu plantel. No es inevitable perder.

¿Por qué acudir a un profesional? Invertir necesita tiempo y paciencia, y no todos disponemos de esos dos elementos en las dosis necesarias. De la misma manera que acudimos a un arquitecto si queremos construir un edificio o a un abogado para llevar un caso legal, cuando queremos construir una cartera de inversiones es perfectamente lógico acudir a un profesional de la inversión. Los profesionales, como hemos visto, no son infalibles, pero están para guiarte, para orientarte en los mercados, para ayudarte a construir tu cartera y a ir adaptándola a la coyuntura y a tu situación.

La importancia de la supervisión y del asesoramiento es muy grande, porque, como veíamos, no todos los inversores tienen el tiempo ni la paciencia, ni tampoco la capacidad de asumir volatilidad en primera persona. Tienes todo el derecho a no ser un experto y a exigir que los profesionales te asesoren correcta y profesionalmente.

Actualmente existe una peligrosa tendencia a creer que uno puede aprender a invertir directamente gracias a las redes sociales. Cuidado: toda la información gratuita es insuficiente. En redes sociales sólo vamos a encontrar lo que alguien está dispuesto a ofrecer a coste cero. El asesoramiento de calidad es caro. De la misma forma que un abogado te puede cobrar 500 dólares por una hora de teléfono, o bien sólo 20, debemos ser conscientes a la hora de elegir quién nos asesora, ya que nadie da resultados de 500 dólares a precio de 20. Un fondo ligado al mercado sin comisiones es en apariencia barato, pero puede resultar caro: te ofrece cero servicio, cero asesoramiento, cero

diferenciación…

El inversor debe exigir que el nivel de compromiso con su dinero sea compartido, y esto se consigue con la alineación de intereses entre cliente y gestor. Un fondo gestionado por un banco, aunque sea independiente, tendrá tendencia a invertir en el propio banco; pero esto no es necesariamente lo que tú buscas como cliente del fondo. Como inversor debes estar igual de cómodo con tu gestor que con tu dentista, o con tu abogado, o con el arquitecto que construye tu casa. El arquitecto toma decisiones de acuerdo con tus necesidades y tus objetivos: tiene que estar alineado con lo que demandas de él.

En España hay mucha gente que invierte en un fondo y nunca habla con su gestor. Pero ¿cómo es posible? La comunicación y el asesoramiento personalizado son fundamentales. E, insisto, un buen servicio hay que pagarlo; e incluye el acceso a hablar y desarrollar esas labores de propietario/entrenador de equipo de fútbol a las que nos referíamos más arriba.

«No se da confianza siendo un optimista crónico», solía decir Bernard.

Debemos aprender a ser realistas, y hasta quizá un poco «cenizos»; pero, a la vez, debemos estar seguros de que las herramientas y el conocimiento disponibles hoy en día son absolutamente espectaculares. No hay que caer ni en el exceso y la euforia ni en el pesimismo crónico.

Mi experiencia en esos años me enseñó la importancia de destilar la información, ser crítico, ser independiente y responsable de mis aciertos y errores, y, sobre todo, me enseñó que en un fondo de inversión donde la meritocracia es la clave puedes abarcar todos aquellos aspectos que consideres que son interesantes, y aprender.

Lo único que debes hacer cada día es aprender. Nunca es suficiente.

3

Selección y proceso: creación de cartera

«Hay que comprar el mercado, va a subir todo.»
«Me acaban de decir que va a caer todo.»
«Eso también.»

Don't cut the flowers to water the weeds. [1]

W ARREN B UFFETT

Mucha gente perdió una gran cantidad de dinero en la caída bursátil de la crisis de 2008. La gran mayoría de nosotros nos dimos cuenta de la diferencia entre percepción de riesgo, intuición de valor y realidad. Trabajar en un fondo con estrategia neutral al mercado nos ayudó a muchos a sobrevivir. Lo que parecía un corsé insoportable en un mercado alcista, el hecho de tener que afrontar enormes restricciones de volatilidad y riesgo y cero beta, [2] resultó ser una bendición en una crisis. Pero, a la vez, una gran parte de los que perdieron dinero en esa crisis se perdieron la espectacular recuperación posterior.

Sunil y yo paseábamos por Liverpool Street en 2008 cuando leímos un titular en un periódico local: «Invertir es como un casino, la bolsa es un juego de azar». ¿Cuántas veces has escuchado esa frase?

Primero, no es cierto, como ya hemos explicado; pero Sunil me dijo algo que no se me olvidará nunca: «Si de verdad se creen que es como un casino, ¿por qué se comportan esas personas al invertir exactamente al contrario de como lo harían en un casino?».

«No entiendo», repliqué. Sunil me lo explicó con la paciencia que

lo caracterizaba. Más o menos me dijo lo siguiente: «Veamos qué haría una persona normal al entrar en un casino: valorar cuánto dinero quiere jugar sabiendo que la probabilidad de perderlo todo es casi total —al contrario que en el mercado—; sin embargo, muchos inversores minoritarios ni siquiera pasan ese primer trámite que todos haríamos al traspasar las puertas del Caesars Palace de Las Vegas. Ya empezamos mal.

»Una vez llegado al casino, el jugador analizaría dónde invertir. Si mira al fondo de la sala, verá una puerta gigante guardada por guardaespaldas donde se reúnen los jugadores de enormes cantidades y alto riesgo. Ahí ni entras ni te lo planteas. De manera similar, hay gente que empieza a invertir y se lanza a los activos más arriesgados y volátiles. Valora primero si puedes y si te puedes permitir perderlo.

»Si miramos más cerca, veremos las máquinas tragaperras. Dan sensación de bajo riesgo, porque son muy baratas, pero la probabilidad de ganar es muy baja. De manera similar, mucha gente invierte en valores aparentemente baratos que nunca funcionan..., pero no invierte unas pocas monedas, sino todos sus ahorros.

»Luego están los juegos de riesgo y azar. A poca gente se le ocurre entrar y jugarse todo al rojo en la ruleta, ¿verdad? Entonces, ¿por qué metes todos tus ahorros en una empresa o un bono?».

Finalmente, Sunil concluyó: «Es decir, me dicen que el mercado es un casino, pero cuando inviertes ni siquiera tienes la prudencia de actuar como lo harías en un casino... Mala estrategia».

Yo tuve la suerte de conocer a una de las mejores inversoras del mundo. Se llama Susan e identificó la burbuja de la valoración de los bancos. Es una de las mayores expertas en valoración de empresas financieras que he conocido. Ella siempre decía que invertir no es jugar a la ruleta, pero si a lo que te dedicas es a jugar, al menos hazlo como lo harías en el Caesars Palace de Las Vegas, con prudencia.

No hay mejor momento para aprender que durante una crisis, y rodeado de gente que es mucho mejor que tú. Nunca estaré suficientemente agradecido a todos ellos.

Efectivamente, si muchos de los inversores «quemados» se hubieran comportado al invertir exactamente igual que se comportan en Las Vegas, probablemente no habrían sufrido pérdidas tan cuantiosas.

Pero, no. Invertir no es un juego. Y hay un enorme caudal de

conocimiento a disposición del pequeño inversor para tomarse el mundo de la inversión en serio y lograr resultados. Por ejemplo, nosotros siempre utilizamos la llamada *teoría moderna de carteras* para construir un modelo propio basado en el largo plazo, con el objetivo de obtener el mejor retorno para cada nivel de riesgo definido.

La teoría moderna de carteras (*modern portfolio theory*) es una teoría desarrollada por Harry Markowitz que explica cómo un inversor con baja tolerancia al riesgo puede construir una cartera de inversión que maximice el retorno esperado para un determinado nivel de riesgo de mercado, llegando a un punto de equilibrio entre rentabilidad esperada y riesgo asumido. [3]

Así creamos una planificación estratégica. La «frontera eficiente» entre riesgo y rentabilidad no es única ni estática. Cambia con frecuencia, y, por lo tanto, debemos analizar ambas variables para evitar entrar en excesos de confianza o riesgo extremo.

Para crear la cartera, definimos tanto la exposición óptima de cada uno de los activos en cada perfil de riesgo como los subactivos y las zonas geográficas que deben componerlo. No sólo se trata de renta fija o variable, materias primas, metales preciosos, divisas y criptomonedas, por ejemplo; también se trata de sectores y países.

Conviene fijar un presupuesto máximo de riesgo en cada uno de ellos y una serie de límites para que nuestra exposición esté controlada y, además, para poder asignar capital nuevo a aquellas áreas que nos parecen más interesantes en cada momento.

Existen unas herramientas estupendas para analizar la exposición a factores de riesgo externos. Una de ellas, Barra, [4] es excelente para renta variable, ya que refleja con total claridad la cantidad de factores de riesgo externos que afectan al comportamiento de un valor. Esto nos permite analizar por qué una acción o un grupo de acciones se comporta de manera distinta a lo que imaginábamos, probablemente porque la exposición a factores de riesgo externos en las unidades de dinero invertidas en dicha acción es mucho mayor que, por ejemplo, eso que llamábamos antes «los fundamentales» (su caja, beneficios, ventas, márgenes y valor en libros, entre otros). Imagina que has comprado las acciones de una gran empresa de telecomunicaciones europea o un gran banco. La exposición al factor de riesgo «tipos de interés» y «prima de riesgo soberana» es probablemente mucho mayor que la evolución de la acción con respecto a sus beneficios publicados.

Estas herramientas de análisis de riesgo y factores externos son esenciales para eliminar las excusas de «el mercado se equivoca», «los fundamentales no han cambiado» y, la peor de todas, «no entiendo por qué una empresa italiana con el 60 por ciento de sus beneficios en el extranjero sube o baja ante fuertes bajadas o subidas de la prima de riesgo del país».

Para el inversor minoritario, la inversión en un instrumento de análisis de factor de riesgo externo puede ser relativamente baja (unos 200 dólares anuales), pero extremadamente valiosa para entender si su cartera está masivamente orientada hacia uno o varios factores de riesgo externo. Es importante porque podemos pensar que tenemos una cartera muy diversificada y que, por el contrario, esté muy concentrada en uno o dos factores de riesgo.

Aunque inviertas a largo plazo, debes revisar el modelo y gestionar activamente las posiciones, como hemos comentado antes. La peor estrategia es comprar y cerrar los ojos. La segunda peor estrategia es comprar y no parar de operar diariamente (a menos que seas un gestor intradía, un *day trader* , pero eso es otra cosa, y para esa actividad hay libros excelentes).

En una cartera equilibrada debemos poder tener margen para incorporar nuevos activos, vender posiciones completas y cambiar pesos.

¿Qué dicta nuestra asignación de capital y pesos por activos? El análisis detallado del entorno macroeconómico, que genera una visión táctica *top down* (de arriba abajo, de macro a micro) a lo cual se le añade el análisis también detallado de los componentes individuales de la cartera.

Estos análisis no deben caer en el dogmatismo. Se analiza para comprobar una hipótesis y cambiarla si no ocurre lo esperado, no para refrendar una creencia invalidada por el precio y la realidad. Por eso, en mi experiencia, hacer reuniones semanales con los gestores y expertos de los fondos es clave. Recuerda, no hay estrategia a largo plazo que no pueda monitorizarse a corto plazo. Si quieres aprovechar los puntos de inflexión para una estrategia ganadora a largo plazo debes tener pólvora y capacidad de retirar parte del riesgo asumido cuando el corto plazo lleva a un cambio de tendencia.

En nuestro caso, este proceso se realiza semanalmente en un comité de inversiones. Esto nos permite cuestionar o validar el análisis

que informa el pilar de nuestra arquitectura de cartera y ajustarnos a los eventos de mercado, detectando oportunidades o riesgos que puedan afectarnos dentro del entorno global en el que invertimos.

No podemos pensar que vamos a predecir «cisnes negros», no tiene sentido por su propia definición. Estos eventos, denominados así por ser altamente improbables e impredecibles, fueron estudiados por Nassim Taleb. Son sucesos sorprendentes para el observador, de gran impacto en los activos de riesgo y la economía y que, una vez pasado el hecho, se racionalizan por *retrospección* , haciendo que parezca que «se veía venir». Nosotros debemos tener una cartera que sea lo suficientemente robusta para mitigar el impacto de uno de esos cisnes negros.

No viene mal ser un poco cenizo precisamente por eso. Los gobiernos, los bancos de inversión, las empresas y los entes supranacionales siempre van a dar la cara más optimista posible. No por falta de honestidad, sino porque están vendiendo. Vendiendo acciones, bonos, estrategia, productos... Es como alguien que se presenta a una cita con una posible pareja. No le va a contar que todo en su personalidad es malo, sino que va a presentar su mejor imagen. Es nuestra obligación analizar lo que no nos cuentan. Y hoy, como inversor, tienes una enorme cantidad de información que alerta sobre riesgos, excesos, posibles eventos negativos... Pero tampoco debes caer en el error de retirarte del mercado porque pueda aparecer un cisne negro. Prepara tu cartera con buenos porteros, buenos defensas... y aprovecha esas correcciones.

No debes pensar en tu inversión, ya sea en tu cartera propia o en fondos gestionados por profesionales, como una carrera hacia el precipicio, sino como una oportunidad para sobreponerse a períodos de volatilidad alta.

Recuerda lo que hablábamos de pesos muertos y cargas innecesarias. En una corrección, esos pesos muertos te llevan a cavar más hondo en tus pérdidas porque esas trampas de valor suelen caer más cuando el mercado corrige y, además, se recuperan peor.

Nosotros analizamos el entorno macroeconómico, identificamos tendencias a largo plazo que consideramos que merecen la pena como inversión de futuro, hacemos un análisis micro y, por supuesto, tenemos que estar cómodos con las valoraciones.

Tú, como inversor, puedes acudir a especialistas que inviertan en

una selección de los mejores gestores nacionales e internacionales. Y también puedes buscar hacer ese análisis por tu cuenta. En tu elección vas a poder adoptar una gestión pasiva, como replicar el índice, o bien activa, en la que el gestor aprovecha oportunidades de mercado para comprar lo que le gusta y vender cuando considera que el recorrido se ha consumido. Replicar el índice puede parecer una idea estupenda cuando el mercado sube. Pero no aporta ningún valor cuando el mercado se desploma.

Un fondo de gestión pasiva puede parecer barato, pero no deja de ser «ópticamente» barato, porque su diferenciación y, por lo tanto, su valor añadido son cero. Entonces, a lo mejor es caro. Aun así, puede ser una buena idea para ti, siempre que sepas en lo que inviertes.

En inversión, el gestor profesional busca generar lo que se llama *alfa* , que significa dar resultados superiores a los del mercado, vía gestión activa. Tiene toda la lógica, ése es su valor añadido, porque, si no, ¿para qué está? Sin embargo, ése no es tu objetivo como inversor minoritario, eso ya lo hemos explicado. Eso sí, cuando eliges invertir en fondos, hay varias ratios que te pueden ayudar a valorar si un gestor profesional y su fondo son valiosos para tus intereses.

Una de las más populares es la *ratio de Sharpe* , [5] creada por el premio Nobel William Sharpe, que te sirve para comparar las rentabilidades de distintas carteras, fondos o estrategias de manera fiable, ya que ajusta el cálculo al nivel de riesgo.

Imagina que ves dos fondos, uno en el que el gestor ha ganado un 40 por ciento, y otro en el que otro profesional ha ganado un 10 por ciento en ese mismo año. Pensarás que el primero es mejor y el otro peor, ¿verdad? Pero no necesariamente es así.

Cuando analizas la idoneidad de un producto financiero o de una estrategia debes revisar las rentabilidades pasadas y las ratios de liquidez y éxito ajustadas. Si tu tolerancia a la volatilidad es baja, no tiene sentido invertir en un fondo que ha dado un 40 por ciento en un año y que, por ejemplo, haya tenido vaivenes del 10-12 por ciento de máximo a mínimo. A mí me encanta la sinceridad de ciertos gestores activos que he conocido y que les dicen a sus posibles futuros clientes: «Si no estás de acuerdo con nuestras hipótesis, nuestra visión y nuestra estrategia, no inviertas aquí».

Lo bueno de invertir es que tienes toda una paleta de opciones en gestión activa, incluyendo inversores que toman posiciones neutrales

respecto al mercado. Existen muchas estrategias, y la mayoría son direccionales, pero debemos tener en cuenta que se puede crear una cartera que minimice la exposición a la beta de mercado. La estrategia «neutral de mercado» (*market neutral*) es aquella que combina posiciones alcistas con posiciones cortas para reducir la exposición al mercado.

En una época en la que todo sube, pasan dos cosas: se pierde la sensación de prudencia y se genera una rotación de dinero hacia los activos más expuestos al mercado. Total, como todo sube, o eso nos parece, nos lanzamos a comprar productos indexados, gestión pasiva y todo aquello que tenga mucha beta. Es como subirse a una ola en el pico.

Todos creemos ser Warren Buffett cuando el mercado sube. Nos volvemos perezosos y complacientes, y bajamos la guardia. En época de exceso monetario, esto es más evidente todavía. Por eso es tan importante mantener siempre una actitud prudente y crítica, y no pensar en lo que hemos dejado de ganar en un mercado alcista, sino en consolidar lo que sí hemos ganado.

Y es precisamente en un mercado alcista y con exceso de optimismo donde merece la pena tener exposición a gestión activa y a estrategias neutrales, porque vamos acumulando riesgo que cada vez está más correlacionado bajo la falsa premisa de que los bancos centrales siempre van a sujetar las altas valoraciones, y luego nos llevamos sustos.

En realidad, la estrategia neutral no significa baja rentabilidad. Muchos buenos amigos generan resultados muy superiores a los de los gestores completamente sujetos al riesgo de mercado incluso en períodos alcistas. Reducir el riesgo de mercado no reduce la volatilidad, pero sí permite tomar posiciones en las que se mitiga el riesgo de exposición a factores externos como los antes mencionados.

Para ello se utilizan posiciones largas, mal llamadas *alcistas* en los medios, y cortas. Tomar una posición corta es pedir prestada una acción o activo financiero, con un coste en tipo de interés, para inmediatamente venderlo y recomprarlo después a un precio más bajo o a un precio inferior al activo que tengo como posición larga. Una vez recomprado, se devuelve el activo con los intereses y eso, si todo va bien, genera un beneficio.

Pero una posición corta no es un chollo. El riesgo en una posición

corta es asimétrico. Un activo puede subir un 300 o 400 por ciento, pero sólo puede bajar a cero. Tampoco es una posición «bajista», como dicen algunos medios equivocadamente. La inmensa mayoría de las posiciones cortas están diseñadas para financiar posiciones largas. Por ejemplo, yo tengo una inversión en un banco español y quiero reducir el riesgo a factores externos. Puedo financiar esa posición con un corto en otro banco español cuyos beneficios, márgenes y rentabilidad sean peores que el primero. Así, si el mercado sube o baja por factores externos, ambos se moverán en el mismo sentido, pero, si mi análisis es correcto, el primero, la posición larga, tendrá una evolución mejor que el segundo. Así, habré generado alfa —rentabilidad por encima de factores de mercado— y reducido riesgo.

La inmensa mayoría de las posiciones cortas están para eso, para financiar otras inversiones largas. Yo puedo decidir que es mejor sólo tener exposición total al mercado, pero, para millones de inversores, la estrategia *market neutral* es una gran opción de diversificación que complementa sus inversiones en empresas o inmobiliarias y reduce su riesgo de mercado.

Piénsalo, si tú eres un inversor que ya tiene fuerte exposición al mercado, una buena manera de diversificar es poner parte de tu ahorro en estrategias neutrales. Estas estrategias son las que llevan a cabo muchos *hedge funds* , o fondos de cobertura, pero no son únicas. La mayoría de los *hedge funds* tienen exposición al riesgo de mercado muy relevante y, además, sus estrategias son enormemente variadas.

Un caso típico de mercado excesivamente optimista se dio con GameStop y otras acciones a través de WallStreetBets de Reddit, en la que un grupo de inversores hizo una apuesta masiva para forzar la retirada de posiciones cortas, lo que se llama un *short squeeze* . Se trata de identificar activos en los que hay una fuerte concentración de posiciones cortas y, aunque los fundamentales sean malos, comprar para forzar que esos cortos tengan que cubrirse, es decir, generar presión compradora doble, ya que los gestores que tengan esos cortos tendrán que ir al mercado a comprar las acciones prestadas que han vendido, hacerlo a un precio alto y, encima, pagar los intereses. Parece una estrategia fabulosa, pero ¿qué pasa cuando ese grupo de «activistas» dejan de comprar? Que se desploma el valor y deja con enormes pérdidas a aquellos que se subieron pensando que sólo podía subir.

No es más que otra demostración de exceso de optimismo, pensar que si compras algo, aunque valga muy poco o no valga nada, subirá por cobertura de cortos. Los accionistas de muchas empresas del IBEX 35, del MIBTel o del CAC se han encontrado con el grave error que supone comprar algo porque «los especuladores tendrán que salir»..., encontrándose en muchas ocasiones con la triste realidad de que las acciones que han comprado no se recuperan en años. [6]

Es fascinante. Cuando el mercado sube, todo el mundo es inversor; y cuando baja, todos son malvados especuladores. Nadie habla de los *hedge funds* en períodos alcistas, porque son los que proveen de liquidez y porque todo sube, pero se genera un frenesí masivo en los medios contra los fondos de cobertura en cuanto baja el mercado.

Es curioso que en un mundo, el financiero, en el que la inmensa mayoría de los activos bajo gestión son sólo compradores, alcistas o como uno quiera llamarlos (fondos de pensiones, institucionales, etcétera), y donde los fondos de cobertura, o *hedge funds* , son menos del 4 por ciento de los fondos de inversión mundiales, se les eche la culpa de todo a éstos cuando baja el mercado.

No olvides que cuando baje el mercado le echarás la culpa de tu exceso de riesgo y tu mala decisión a un enemigo externo. No caigas en ese error.

Culpar al enemigo externo es relativamente fácil. Primero, porque estás considerando a miles de empresas con estrategias diferentes como si fueran un ente uniforme y con intereses perversos y ocultos en los que todas están de acuerdo. Una bobada. Segundo, porque, en una caída generalizada de mercado, son precisamente los fondos de cobertura los que compran y proveen liquidez. Tercero, porque alguna vez deberías preguntarte por qué hay gestores profesionales y con enorme experiencia que se ponen cortos en tu acción favorita en vez de echarles la culpa de que la empresa incumpla sus promesas de creación de valor. Y cuarto..., ¿no te parece deshonesto criticar a los fondos de cobertura cuando tienen posiciones cortas en una acción, pero considerarlos estupendos inversores fundamentales cuando tienen exposición corta al petróleo o el carbón?

Piénsalo, si un gestor tiene una posición corta en una acción y la empresa cumple o bate las expectativas, el tsunami comprador sobrepasará cualquier presión bajista porque la inmensa mayoría de

los inversores institucionales, que son también la mayoría del mercado, compran más que venden.

Ten mucho cuidado cuando escuches a un directivo de una empresa culpar a «los especuladores» de la mala evolución de su valor en bolsa, porque suele ser la excusa perfecta para disfrazar una constante erosión en creación de valor de dicha compañía. Cuando yo trabajaba en comunicación corporativa y veíamos que subían las posiciones cortas en la acción, nos preguntábamos por qué podía suceder esto —normalmente, expectativas de incumplimiento de beneficios anunciados o de plan estratégico, y también expectativas de destrucción de valor con adquisiciones ruinosas—. Si teníamos la seguridad de cumplir, sabíamos que esas posiciones cortas se cubrirían y que el valor subiría más. Desafortunadamente, el aumento de posiciones cortas solía ser lo que la fiebre a una enfermedad, sube porque algo va realmente mal.

Sorprende leer comentarios en todas las redes sociales que aclaman la decisión de un grupo de pequeños inversores de desencadenar una gran recompra de una acción con muchos cortos y que se piense que eso no es especular. [7] Hilarante. Todavía peor, sorprende que se jalee la especulación al alza sabiendo que el valor subyacente está casi en quiebra.

Eso es comportamiento «burbujero». Y me recuerda a cuando saltó el escándalo Gowex [8] y lo primero que los medios de comunicación divulgaron fue que era un «ataque especulativo», en lugar de desmontar el fraude.

Por eso, nuestra labor como inversores también es mostrar que el emperador está desnudo y no caer en esa mentalidad «burbujera».

Lo primero que debemos entender es que los fondos de cobertura desempeñan un papel fundamental en los mercados. Proporcionan liquidez y, en muchos casos, son los que compran cuando la mayor proporción de los mercados de renta variable y bonos, fondos de inversión a largo plazo, entran en pánico y venden masivamente.

Es interesante ver cómo el ciudadano medio y los medios de comunicación tienden a culpar a los fondos de cobertura por las caídas del mercado cuando estas empresas de inversión representan una parte muy pequeña de los activos globales bajo gestión.

Cuando los mercados colapsan, esto no se debe al ataque de los fondos de cobertura sino a que se venden grandes cantidades por parte

de fondos a largo plazo y a que los compradores marginales están menos dispuestos a aceptar un precio superior. Sin embargo, la actividad de cortos (tomar prestada una acción y venderla para recomprarla luego a un precio más barato) ha sido demonizada en numerosas ocasiones, y generalmente por parte de los directores ejecutivos de empresas que no cumplen con su estrategia y destruyen valor.

Los fondos de cobertura son el chivo expiatorio más fácil de culpar de los excesos de los mercados. Sin embargo, son una pequeña proporción del mercado global y, lo que es más importante, su principal actividad no es vender acciones o bonos.

Hay muchas falacias sobre los fondos de cobertura que leemos constantemente, como la siguiente: **«Los fondos de cobertura se benefician de las caídas del mercado».** La gran mayoría de los fondos de cobertura son netamente largos, lo que significa que tienen más apuestas puestas en un mercado en alza que en exposiciones cortas. Según la revisión de fondos de cobertura realizada por HSBC en 2020, la posición neta media de los fondos de cobertura es del 40 por ciento, una exposición muy fuerte al alza.

Otra falacia es ésta: **«Los fondos de cobertura se apalancan masivamente y crean distorsiones en los mercados».** Según un estudio de Columbia Business School, el apalancamiento neto promedio de los fondos de cobertura es de 0,59, y el apalancamiento promedio sólo a largo plazo es de 1,36.

¿Qué genera más distorsión en los mercados, bajar tipos y aumentar liquidez o los fondos de cobertura?

Y una tercera falacia: **«Los fondos de cobertura hacen que las empresas sólidas colapsen».** Una posición corta no es garantía de que una acción baje. Yo lo he vivido como gestor en un *hedge fund* . Las posiciones cortas a menudo pueden ser muy dolorosas, especialmente en un mercado al alza, porque el riesgo en una posición corta es asimétrico.

Los *short squeeze* (el proceso por el cual los fondos de cobertura necesitan cubrir sus cortos cuando el precio de un activo sube rápidamente y las pérdidas se vuelven insoportables) ocurren con más frecuencia de lo que la gente piensa.

Además, la inmensa mayoría de los fondos de cobertura tienen más posiciones largas que cortos.

Y aún hay una cuarta falacia extendida: **«Los fondos de cobertura realizan ataques concentrados contra las empresas».** Como ya dije, la colusión es ilegal (por definición) y se castiga con penas de cárcel y fuertes multas. En realidad, los fondos de cobertura tienen una multitud de estrategias diferentes y objetivos muy diversos, por eso, a menudo, uno puede encontrar un gran fondo de cobertura con una posición corta en una acción que acapara los titulares y un competidor que construye una posición larga en esa misma acción. Si uno o dos fondos de cobertura decidiesen atacar una acción, no sólo sería ilegal si hay colusión, sino que inmediatamente veríamos a un gran grupo de inversores comprando para demostrar que están equivocados si los fundamentales y los catalizadores son positivos.

La saga de GameStop y Reddit fue muy reveladora de un mercado demasiado optimista. El 27 de enero de 2021, las acciones de la tienda de videojuegos GameStop (*ticker* GME) cerraron en más de 347 dólares. Una empresa al borde de la quiebra y que cotizaba a mínimos de 3,5 dólares llegó a subir en bolsa un 2.000 por ciento. Durante quince días, la locura se mantuvo por la acción coordinada de apuestas al alza de miles de foreros liderados por un *youtuber* en WallStreetBets. Miles de personas decidieron comprar una empresa al borde del cierre sólo para crear un *short squeeze* , o cierre de cortos. Por supuesto, las ganancias de los que instigaron esa marea de compras contrastaron con las enormes pérdidas de los desafortunados que se subieron a la fiebre compradora cuando ya había alcanzado su máximo.

¿Se lo merecían los que tenían posiciones cortas? Obviamente, tener una posición corta masiva en una compañía de 300 millones de dólares de capitalización con un 136 por ciento de su capital flotante en interés corto es una apuesta muy arriesgada y poco profesional. El riesgo de un *short squeeze* es enorme. Pero también se lo merecieron los que perdieron cantidades enormes por subirse a una ola respaldada por nada.

La mayoría de los fondos de cobertura utilizan cortos para financiar inversiones largas y reducir la exposición a factores de mercado (beta) para aislar el valor idiosincrásico de la inversión. Si compro una gran empresa de tecnología por su excelente estrategia y quiero cubrir (de ahí el nombre) la exposición a las tasas de interés, los cambios en la oferta monetaria, la regulación u otros factores

externos, puedo decidir usar un corto en un activo similar, pero más débil. Esto es lo que hacen la mayoría de los fondos de cobertura, no colocar grandes apuestas cortas en una empresa en quiebra que puede hacer estallar las métricas de riesgo y el rendimiento de todo el fondo.

No tiene sentido exponer una cartera completa al riesgo de una acción de cierres de cortos. En una cartera ideal, el administrador de fondos de cobertura colocará apuestas ajustadas al riesgo en el lado largo y corto para que una posición no destruya el rendimiento de la cartera si la apuesta sale mal, ya sea porque una inversión larga colapsa o porque una corta sube. ¿Por qué? Porque el objetivo del gestor es hacer crecer el fondo, seguir añadiendo nombres y atraer a más inversores gracias a una estrategia de baja volatilidad y ajustada al riesgo.

Hay mucho que decir sobre aquellos que mantuvieron apuestas sin ajustar en GameStop ignorando los volúmenes diarios, la alta concentración de cortos y la disminución del *free float* (acciones en circulación libre diaria). Pero eso no es lo que hacen la mayoría de los fondos de cobertura ni lo que deberían tener como estrategia.

La estrategia de un *hedge fund* es reducir exposición a factores de riesgo externo y generar retornos absolutos ajustando los límites de riesgo y manteniendo un estricto control de las exposiciones a diferentes factores. Ningún gestor de fondos de cobertura serio financia posiciones largas en valores líquidos con posiciones en corto masivas en operaciones ilíquidas y cortas abarrotadas. Esa persona sería despedida inmediatamente.

Para un inversor minoritario es difícil conformar una cartera neutral, pero no imposible. En cualquier caso, para ello tiene a su disposición una amplia oferta de fondos que llevan a cabo esa estrategia.

Pero si quieres crear una cartera sólida que crezca a largo plazo debes tener una estructura parecida a la que tienen los gestores de fondos de cobertura:

- Un 20 por ciento de la cartera en apuestas a corto plazo donde tengas claros catalizadores que justifiquen la inversión: una presentación de resultados, un anuncio de desinversiones, un cambio en la estructura de balance relevante… Apunta el catalizador que informa tu apuesta, y, si te equivocas, te sales.

Si tienes razón, tomas beneficios. Identifica adecuadamente el período de maduración de esa apuesta y no la mantengas más tiempo por avaricia ni cambies de hipótesis por frustración, a ver qué pasa.

- Un 60 por ciento de la cartera en apuestas a largo plazo que monitorices mensualmente o trimestralmente, donde puedas reducir ante subidas abruptas pero mantener una cantidad adecuada y aumentar si hay una corrección que sea realmente una oportunidad.
- Un colchón del 20 por ciento en activos realmente anticíclicos que te sirvan de verdadero «portero» ante una corrección por factores exógenos. El oro, la plata y el dólar suelen funcionar muy bien.

Esta estructura no es muy diferente a la que tienen los gestores neutrales, lo que pasa es que tu «cobertura» (*hedge*) en este caso serán posiciones largas y un cierto porcentaje de liquidez.

No olvides que mantener un porcentaje de liquidez no es una política de reducir riesgo, sino sólo un colchón para aprovechar correcciones. Si tienes una cartera con un 80 por ciento de activos ultracíclicos y un 20 por ciento de liquidez, no tienes menos riesgo. Tienes mucho riesgo y un poco de caja. La liquidez no es un factor de gestión de riesgo. Reducir el riesgo se hace reduciendo la exposición cíclica de lo que tienes invertido, no invirtiendo menos, sino haciéndolo en activos masivamente expuestos al riesgo de mercado.

Si tienes una inversión en malas acciones y algo de caja no tienes menos riesgo, tienes una porquería de cartera, muy arriesgada…, y un poco de caja.

Mi amigo José Miguel siempre dice que el ahorrador español medio tiene una cartera que él denomina «TSL»: Telefónica, Santander y «ladrillo». Es muy parecido en Argentina, México o Italia, con sus grandes marcas nacionales cotizadas. No hay nada malo en la decisión de invertir en cualquiera de esos activos dependiendo de las oportunidades y tendencias, pero sí es una muy mala decisión concentrar todo el ahorro de esa manera. Es más, tener una elevada concentración en valores que suponen un enorme peso en un índice dispara la exposición a riesgos externos que antes mencionaba y maximiza la concentración.

Es algo muy típico en todo el mundo, con honrosas excepciones: concentrar masivamente la inversión en una o dos *blue chips* (empresas muy grandes, empresas «bandera» de un país con fuerte peso en el índice local) y en inmobiliario. ¿Por qué? Porque históricamente era una buena manera de batir a la inflación y recibir un cupón por dividendo que mitigase la destrucción del poder adquisitivo de la moneda. Sin embargo, el inversor de hoy tiene una oferta enorme y diversa que le permite batir la inflación y crear verdadera diversificación, tanto en acciones y bonos de todo el mundo como en activos materiales y fondos de inversión.

Cuando construyes una cartera no puedes pensar tampoco en empezar con el cien por cien de lo que quieres invertir. No puedes pensar que sólo tienes una cantidad pequeña y que esperarás a tener más para construir una cartera, sea invirtiendo en fondos o por tu cuenta.

Tal vez pienses que no puedes empezar a invertir porque sólo tienes unos mil euros ahorrados, pero eso es un error. No olvides que la inflación y las comisiones van a erosionar el poder adquisitivo de ese dinero poco a poco.

Toda buena cartera se construye poco a poco con el ahorro que vamos consiguiendo acumular tras el ataque fiscal e inflacionario, y además se construye desde el esfuerzo, el trabajo, la perseverancia y la experiencia. No existe el éxito fácil.

No existe tampoco la cartera perfecta. Tu objetivo no es crear una cartera infalible, eso no existe, sino tener una cartera donde la mayoría de tus inversiones generen la rentabilidad deseada y puedas corregir las que fallen sin hundir tu capacidad de aumentar tus activos bajo gestión, tu dinero invertido.

Una cartera donde estás constantemente volviendo al punto de partida es una oportunidad perdida. Comprarlo todo y venderlo todo sólo te lleva a que la cartera no crezca. Piensa en acumular y extender para crecer, no en dar pasos hacia atrás constantemente.

Desde los mejores *day traders* (gestores que compran y venden intradía) hasta los mejores gestores de largo plazo, el denominador común es que todos ponen el máximo empeño en aprender de sus errores y, algunos de ellos, en divulgarlos.

En una sociedad de valores y de gestión como Tressis contamos con equipo propio de especialistas en gestión de renta variable global,

así como de renta fija europea y americana. Combinamos nuestra visión estratégica con la selección de activos, construyendo la cartera óptima para cada momento de mercado y cada necesidad del cliente.

La combinación entre los activos para obtener la forma de cartera que mejor se adapte a la visión macro y microeconómica debe revisarse, además, para reflejar la tendencia real en cada momento.

¿Y qué debes hacer para evitar acumular errores? Realizar un análisis permanente tanto *ex ante* como *ex post* de los indicadores de riesgo y de los resultados conseguidos junto con una revisión y corrección de errores.

Para ello, los fondos usan tanto herramientas internas como externas de medición y seguimiento de riesgos. Si estás creando tu cartera personal, puedes (y debes) consultar el uso de herramientas como las antes descritas.

Una cartera es un ente vivo y en constante cambio, un ente donde debes maximizar tu *volatilidad idiosincrásica* , como la llamábamos en los fondos donde he trabajado. La volatilidad idiosincrásica se refiere a minimizar el efecto de los riesgos externos y maximizar el factor *yo* de la cartera, todo aquello que tiene que ver con *tu* análisis.

Pasar la crisis de 2008 en medio de la vorágine y rodeado de auténticos genios de la inversión me ayudó a entender muchas cosas que antes no comprendía y, lo que es más importante, a darme cuenta de que esconderse detrás de una marca o un equipo puede parecer cómodo, pero es muy poco útil en el futuro. Estar en equipos con grandes estrellas y gente que se responsabiliza con nombre y apellidos de sus éxitos y fracasos es más que un orgullo.

La realidad es que todos los que se pasan el día criticando los *hedge funds* , usando la palabra *especulador* de manera despectiva y desmereciendo el trabajo de los gestores como improductivo o fácil son precisamente aquellos que jamás en su vida pasarían ni el primer corte en una entrevista para cualquiera de los grandes fondos del mundo.

«Yo jamás trabajaría para un *hedge fund* », me dijo una vez un «economista del bien común» (os lo juro, se denominaba a sí mismo así, como si el resto de economistas fueran del mal común). «Claro, pero no porque no quisieras, sino porque jamás te contratarían», le dije.

A todos aquellos a quienes les parece fácil o irrelevante llegar a trabajar en un gran fondo de inversión, lo único que les digo es que, adelante, que lo intenten.

Si tú lo consigues, trabajarás con los mejores de verdad. Y eso, amigos, es un privilegio.

4

¿Por qué nos equivocamos en las estimaciones?

> Si metes dos economistas en una habitación tendrás dos opiniones diferentes, excepto si uno de ellos es lord Keynes; entonces tendrás tres opiniones diferentes.
>
> W INSTON C HURCHILL

Pelayo y Nicolás eran excelentes analistas que trabajaron conmigo durante unos años. Dos auténticos cracs que han llegado a un nivel de éxito espectacular con trabajo duro, independencia y perseverancia. Los dos aprendieron, como me ocurrió a mí, que es muy peligroso y contraproducente creer con los ojos cerrados lo que dicen los entes internacionales: el «consenso».

En 2010, ambos confiaban ampliamente en los brotes verdes anunciados incesantemente por el gobierno de España y, con ellos, en las excelentes oportunidades que se presentaban para los valores más cíclicos. De hecho, como buenos analistas, recopilaron todas las estimaciones de consenso sobre beneficios empresariales, las expectativas de los bancos centrales, de los bancos de inversión y del gobierno, y, además, hicieron una encuesta entre más de cincuenta directores financieros y consejeros delegados de empresas cotizadas. El resultado era unánime: 2011 iba a ser un excelente año, con un fuerte crecimiento de Europa y de España y con perspectivas muy positivas.

El año 2011 fue un baño de sangre, y la crisis empeoró de manera notable tras el espejismo de los «brotes verdes». Nicolás alucinaba y se decía: «¿Cómo puede haber estado equivocado “todo el

mundo"?». Pelayo dijo algo muy interesante: «Ya me parecía a mí raro tanto optimismo».

Bienvenido al sesgo de confirmación. En realidad, la recopilación de todas esas opiniones no estaba mal hecha; sólo había un problema: en realidad era la misma opinión. Era el maldito «consenso», una recopilación de muchas opiniones que, en realidad, son la misma y está creada por la media de las recomendaciones e informaciones de personas que, de manera involuntaria, tienden a favorecer y recordar los datos que confirman sus propias hipótesis.

En el caso del mercado, evitar el sesgo de confirmación no es una necesidad, es una obligación. Porque, como he comentado, es un sesgo casi unánimemente optimista que viene creado por un consenso en el que la inmensa mayoría no tiene ningún incentivo a la hora de alertar sobre riesgos.

Nicolás y Pelayo son hoy grandes gestores. Lo que hemos aprendido todos es que ese «lo dice el BCE» o «lo dice equis banco» no sólo devalúa tu análisis y hace que tu trabajo como analista no tenga valor alguno, sino que hace imposible que aprendas de tus errores cuando lo que recomiendan no ocurre y pierdes dinero.

Cuando llegó 2014 y el Banco Central Europeo (BCE) lanzó su programa de expansión cuantitativa (*quantitative easing* , QE), [1] una parte no desdeñable de la cordura analítica saltó por la ventana.

Con el exceso monetario llegó parcialmente el declive de la gestión activa y la pérdida de interés por el análisis independiente por parte de los inversores. Sea por incentivo perverso o por comodidad, asistimos gradualmente a la rendición del gestor a los poderes fácticos de los bancos centrales y los gobiernos. ¿Se dispara el déficit y la deuda? No pasa nada, lo dice el banco central. ¿Se multiplica la masa monetaria? Más madera, lo dice el banco central. «Lo ha dicho el banco central.» Esta frase se ha convertido en la más socorrida, aunque lo que diga el banco central nos parezca alucinante.

¿Para qué criticar el creciente déficit de un Estado o la peor solvencia de un emisor de deuda si el banco central va a disfrazar el riesgo? Mejor no criticar nada. Y así, con una casi obligatoria pleitesía a cualquier decisión monetaria o fiscal por parte de algunos gestores, se devaluó lentamente el sentido crítico en las estimaciones a medio y largo plazo... Pero a la vez creció el análisis no «consensuado», independiente y de verdadero valor.

Todos los inviernos verás una enorme cantidad de informes de previsiones con las estimaciones de beneficios empresariales, que son esenciales para determinar si realmente la bolsa está barata o no.

Sin embargo, en particular, desde 2014, se ha dado un factor sorprendente. A pesar de la creciente independencia y calidad del análisis, la revisión a la baja de estimaciones de beneficios empresariales en Europa entre enero y diciembre del año analizado ha sido de una media del 15 por ciento. [2]

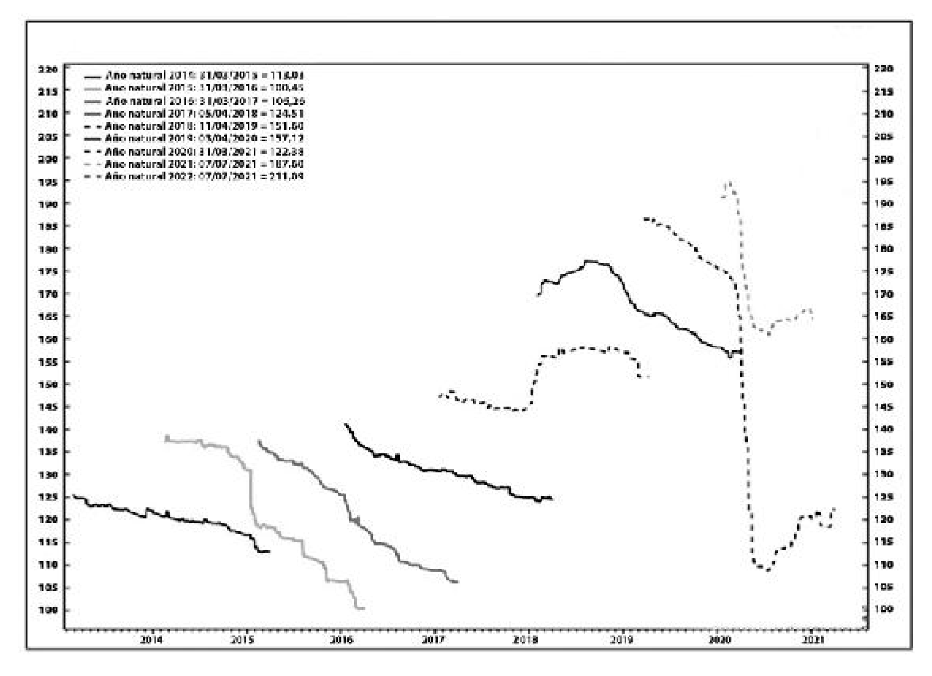
En general, el consenso de los analistas padece del mismo error que algunos grandes organismos internacionales, cuya media de acierto en sus expectativas a corto y medio plazo es menor al 26 por ciento, como explica Ned Davis en *Being right or making money* . [3] Se trata de la doble trampa de optimismo a largo plazo y exceso de confianza en el impacto en los beneficios empresariales de las políticas gubernamentales.

Si tomamos las estimaciones de beneficio por acción de Bloomberg para el EURO STOXX 50 en enero de 2016 para ese mismo año, éstas eran de +1,5 por ciento, y eran de +12,4 por ciento para 2017.

Si miramos las mismas estimaciones para el mismo índice el 16 de diciembre de 2016, ¿qué nos encontramos? Beneficios de 2016 de –2,3 por ciento, y de +11,1 por ciento para 2017.

Fíjate en el brutal impacto en las estimaciones en once meses de beneficios para el cortísimo plazo. De beneficio a pérdidas. Pero, a su vez, ten en cuenta la gradual pero inexorable erosión de estimaciones para 2017, como se observa en el gráfico 4.1. Es una tendencia muy similar en otros años. En 2018 y 2019, antes de la pandemia, la revisión a la baja de estimaciones para el EURO STOXX 50 entre enero y diciembre fue del 18 por ciento y 16 por ciento.

Gráfico 4.1. Revisiones de estimaciones de beneficios operativos por acción por año (2014-2021)



Fuente: S&P 500, Ned Davis.

¿Por qué ocurre esto? El «palo de hockey» [4] en las estimaciones a futuro es la mejor excusa para mantener una perspectiva positiva. Recuerda los ejemplos, en estimaciones macroeconómicas, de la Reserva Federal, del Banco Central Europeo o del Fondo Monetario Internacional.

Supón que, como con los beneficios de 2016 antes mencionados, los economistas nos equivocamos en el año en curso. ¿Respuesta?: «Mira, el año que viene todo mejora». Y, a su vez, se va trasladando el siguiente palo de hockey al nuevo punto —inferior— de partida. Pero el palo, las optimistas proyecciones futuras, se mantiene: «El año que viene sí que va a mejorar».

Esta tendencia ocurre porque el consenso tiende a sobrevalorar el impacto de la política monetaria por encima del resto de los factores de riesgo. Y es muy evidente en los beneficios empresariales, y aún más en las estimaciones de inversión (*capex*). Según la agencia de calificación Standard & Poor's, estas últimas han sido particularmente erróneas. Desde 2012 se han visto estimaciones de aumento de inversión neta real, cuando lo que se han dado han sido caídas, y muy severas en los dos últimos años hasta 2020. Como decía un gran gestor norteamericano: «Come to me with *ceteris paribus* and I give you *zerotis*

salarius » («Si me vienes con estimaciones *ceteris paribus* [donde el resto de factores no cambia], te llevarás *cerus salarius* »).

Las casas de análisis suelen introducir grandes impactos en el PIB, el consumo, el desempleo y las expectativas de inversión e inflación por cambios en la política monetaria, sin atender a tendencias mucho más relevantes, como la sobrecapacidad o el coste real del capital. El resultado suele ser revisar a la baja la subida prevista gradualmente. [5]

Ignorar los ciclos económicos ante una fuerte inyección pública es otro error que solemos cometer, haciendo estimaciones en las que los puntos de partida simplemente se perpetúan con un aumento anual, como si no se dieran factores cíclicos que anulan esas estimaciones.

Adicionalmente, el sesgo de confirmación es muy evidente en los errores en expectativas. [6] Cuando la mayoría estima lo mismo, es cómodo mantenerlo. Muchos análisis asumen los errores a corto plazo como anomalías, ruido blanco, que no desvirtúan la predicción a medio plazo y lo único que hacen es trasladar a un nivel más bajo el punto de partida. Por ejemplo, estimar un crecimiento del 2 por ciento en 2022, un 3 por ciento en 2023 y luego revisar el año 2022 a un 1 por ciento, pero mantener el 3 por ciento de 2023. ¡El crecimiento agregado es muy inferior!

Para nosotros, como economistas, la lección debe ser la siguiente: cuidado con el exceso de optimismo y con esperar de las políticas monetarias y fiscales impactos positivos que no se han dado jamás.

Para ti, como inversor, la lección sólo debe ser que las estimaciones son necesarias, pero que en general son optimistas; no caigas en el error de creer que son conservadoras. [7]

Por supuesto, para justificar las desviaciones en estimaciones a corto plazo se usarán frases muy socorridas, como «hubiera sido peor», «los fundamentales no han cambiado», «a largo plazo mejora». Y para fundamentar el eterno «palo de hockey» se darán estudios de regresiones, interminables hojas de Excel y complicados algoritmos en los que todo parece muy científico, hasta que se ve que en dos o tres celdas de la hoja se encuentran los *inputs* personales, es decir, aquello que introducimos personalmente. Fundamentalmente, en beneficios empresariales, esos *inputs* son los márgenes medios. Luego, en centenares de foros se repite «el organismo equis estima que...», y a

correr.

Recuerdo que, hace tres años, estando rodeado de compañeros, antiguos miembros de la Reserva Federal, entramos en una discusión interminable sobre los beneficios empresariales y el crecimiento en Japón. Uno de ellos envió su modelo para el país y las empresas del índice Nikkei. Era complejísimo. Hasta que dimos con la celda que lo cambiaba todo: «Estimación de aumento del consumo real ante variaciones de la masa monetaria». Dependiendo de lo que pusieras, el país seguía en estancamiento o no.

Otro ejemplo magnífico de «celda sorpresa» me lo comentaron esos mismos compañeros sobre estimaciones de crecimiento económico de Estados Unidos: «Variación neta estimada de la inversión en bienes de equipo de los sectores no financieros ante un aumento porcentual de la masa monetaria».

No dejan de ser anécdotas, pero muestran que el error generalizado en las estimaciones a medio plazo viene fundamentalmente por aplicar un sesgo optimista, aunque sea involuntario, por prejuicios o por preferencias individuales. Existen muchos estudios que alertan de esa «polución» de optimismo en las estimaciones, [8] que hace que muchas de esas estimaciones simplemente busquen justificar una política o estrategia seguida, o, en el caso de los beneficios empresariales, justificar valoraciones que difícilmente se sostendrían si se fuese más realista. Cualquier analista del mundo sabe que el 80 por ciento —de media— de la valoración de una acción, por ejemplo, se explica por la parte que excede el período analizado con detalle (normalmente, cuatro años, o un máximo de cinco).

¿Significa todo esto que no sirve de nada el análisis? En absoluto.

El 9 de octubre de 2001, Goldman Sachs publicó un informe sobre Enron, el gigante energético, que comenzaba con el título «Todavía lo mejor de lo mejor» («*Still the best of the best* »), y donde hacía una fuerte recomendación de compra. Dos meses después, Enron quebraba. No es justo decir que el analista fuera malvado, simplemente creyó en el efecto multiplicador de los planes anunciados por la empresa. Si tú hubieras leído ese informe, ignorando los mensajes optimistas de la portada, habrías visto que el analista bajaba masivamente su precio objetivo, que recortaba masivamente sus propias expectativas de beneficios para 2001 y, lo más importante,

que la situación financiera de la empresa no mejoraba. Por supuesto, ese analista no era un vidente y no podía saber que el balance y el estado de caja de la empresa estaban manipulados y era una enorme estafa, pero el inversor tenía suficiente información incluso en un informe aparentemente optimista que indicaba que algo iba mal, rematadamente mal, en la empresa.

El análisis de estos organismos y casas de análisis tiene un enorme valor en lo relacionado con el estudio detallado de los factores que afectan a empresas, estados y familias. Pero las predicciones, sobre todo a más de un año, tienen que tomarse, no con cautela, sino con la certeza de que están involuntariamente contaminadas por el optimismo. Hay que ver esas estimaciones como lo que son, y usar la enorme y valiosa información para formar nuestra propia idea.

Dejarse guiar ciegamente por esas predicciones o estimaciones a 2030 o 2050 de bancos, economistas y organismos, cuando somos a todas luces incapaces de predecir el futuro inmediato, es una decisión, como mínimo, peligrosa.

Las estimaciones están para dar un marco de referencia y analizar los cambios a medida que pasa el tiempo, no para garantizar el futuro. Hacer estimaciones a futuro no sólo no es malo, es esencial para el análisis económico, porque nos ayuda a darnos cuenta de en qué nos equivocamos y a actuar reconociendo esos impactos —positivos o negativos— para el análisis posterior.

Equivocarse es esencial para mejorar.

El problema es confundir estimaciones con predicciones mágicas infalibles y, lo que es peor, que esas estimaciones de «palo de hockey» se cubran de una falsa apariencia «científica» cuando sólo sirven para perpetuar políticas y recomendaciones erróneas.

Bernard siempre ponía el énfasis en la importancia de hacer estimaciones independientes: «Las estimaciones no se hacen para ganar un concurso a ver quién acierta más, sino para entender los factores que realmente han afectado o no a la economía y para aplicar ese conocimiento a estimaciones futuras». Esas estimaciones nos servirán para informar nuestro proceso decisor. Por eso es clave entender por qué y cuándo nos equivocamos. Para aprender.

Nicolás y Pelayo siguen usando los análisis de entidades internacionales y bancos de inversión, y hablando con empresas. Todos lo hacemos, porque entendemos su valor como estimaciones, no

como bolas de cristal infalibles. Lo que no hacemos es considerarlos ni como la verdad revelada ni como dogma de fe.

5

Analizar la renta variable

«¿Qué diferencia hay entre la renta variable y la física nuclear?» «Que hay gente que entiende la física nuclear.»

«¿Por qué tenemos que comprar esta acción?», le preguntó una vez Jim a su analista. «Porque me gusta mucho», le respondió. «Y a mí me gusta Kiss, ¿y qué?», repuso Jim.

En 2012 tuve la oportunidad de dar una charla en un evento y una señora me comentó: «Tengo un problema como inversora, soy muy buena comprando pero muy mala vendiendo». Le pregunté por qué. Se veía claramente que era una persona a la que le iba bastante bien. Ella dijo: «Siempre pienso que puede subir más». Eso nos pasa a todos. Claramente, esa mujer estaba haciendo las cosas bien, porque no sólo era evidente que su patrimonio era abultado, como reconoció posteriormente, sino que sabía perfectamente cuál era su debilidad. No le echaba la culpa a un enemigo externo. Así es como se mejora.

«Yo no sé de esto, compro lo que me gusta.» Bien, ésa puede ser una buena idea si compras vino, y sobre todo si lo compras para tu consumo personal, pero no para la bolsa.

«Yo compro sólo lo que me gusta.» Vale, puede parecer una buena estrategia, pero… ¿qué te gusta? Igual que hay alimentos de delicioso sabor que en cantidades elevadas son malos para la salud o bebidas que nos gustan a nosotros y a la mayoría no les parecen buenas, lo mismo pasa con la renta variable.

¿Qué es la renta variable? [1] Es lo que comúnmente llamamos *acciones* , activos cuya evolución es más volátil, cuya rentabilidad no está garantizada o es incierta; no se asegura la devolución del dinero

invertido ni su rentabilidad. Frente a la «seguridad» de la renta fija (bonos), que te da un cupón, la renta variable puede ser más rentable, pero también más volátil. Es importante entender que la renta fija tampoco es una garantía total, hay muchos emisores que hacen impago, pero en general las empresas suelen hacer todo lo posible por pagar sus vencimientos de deuda.

Una empresa usa diferentes recursos para financiar sus inversiones: emitir acciones, usar los beneficios retenidos... y la deuda. Una acción es parte del capital de la empresa, y su valor puede fluctuar; un bono es un compromiso de pago de una emisión de deuda.

¿Y qué son las acciones preferentes o los bonos convertibles? Una acción preferente es un instrumento híbrido; por un lado ofrece una rentabilidad por cupón similar a la de un bono, pero si la empresa entra en dificultades financieras, y dependiendo de una serie de condiciones explicadas en el folleto de emisión, este cupón puede eliminarse, y las acciones pueden perder su valor.

Un bono convertible es un activo de renta fija que, a vencimiento, puede convertirse en un número determinado de acciones. El inversor puede apostar a que el valor de las acciones va a subir y, además, tener un producto híbrido.

Ninguno de estos dos activos está exento de riesgo ni es un chollo ni una garantía, y ambos tienen mucho más riesgo que un bono.

En renta variable, lo más importante es evitar los pesos muertos y las trampas de valor, y eliminar las «calorías vacías», como las llamábamos en Citadel.

Recordemos:

- *Pesos muertos* . Acciones que añaden riesgo y no suben cuando el mercado sube pero bajan igual cuando el mercado baja.
- *Trampas de valor* . Acciones de empresas «ópticamente» baratas que cotizan a múltiplos supuestamente bajos, pero no porque sean una oportunidad, sino porque lo merecen: destruyen valor.
- *Calorías vacías.* Empresas sin elementos de creación de valor diferenciado, con exceso de exposición a beta y factores externos fuera de nuestro control. Por ejemplo, una empresa de fabricación de acero que sea una más del montón y no tenga ningún factor diferenciador con respecto al subyacente (el

acero) que dicta su valoración.

Valorar la renta variable es complicado y tiene importantes componentes subjetivos, porque vas a tener que analizar con detalle la capacidad de la empresa de mejorar en márgenes, ventas y beneficios orgánicos, valorar el riesgo de destrucción de valor por adquisiciones inorgánicas, tener en cuenta el riesgo de ampliaciones de capital (poner más acciones en circulación)... y ver si todo ello es compatible con tu perfil de riesgo.

Recordemos esos errores a los que nos referíamos en el capítulo anterior.

«Es una buena empresa.» Una empresa grande o con un nombre conocido no es necesariamente una buena inversión. El nombre de una empresa, su reputación, son cosas que conoce todo el mundo y ya están incluidas en su valoración. Es más, ¿qué sabes tú sobre dicha gran corporación que no sepan ya los miles de analistas que la siguen a diario? Tú no compras el pasado de una empresa; compras *su futuro* . Y muchas de esas grandes corporaciones tienen por delante un período de madurez y declive. Otras sí son una buena compra. Lo que las diferencia de la mayoría es su estrategia, sus márgenes y su creación de valor superior.

«La bolsa europea es mucho más barata que la norteamericana.» Pues claro. Pero no porque tenga recorrido al alza para cotizar a los niveles de sus comparables norteamericanos, sino porque tienen estrategias y objetivos de creación de valor diametralmente diferentes. Las acciones de Europa, en general, no son «ópticamente» baratas por fatalidad divina, sino porque muchas lo merecen. ¡La gente no es tonta! Y no olvides que hay varias empresas europeas que son más caras y crean más valor que sus comparables norteamericanas... Porque lo merecen, y el mercado lo premia.

En su amplia mayoría, las empresas de Estados Unidos recompran acciones y las cancelan, lo que hace su valor más atractivo al tener menos acciones en circulación y muestra que el equipo directivo usa la caja excedentaria para beneficiar al accionista. En Europa, esa práctica no sólo no es nada común, sino que muchas empresas aumentan el número de acciones en circulación. En Estados Unidos, la identidad de intereses entre accionistas minoritarios y ejecutivos de la empresa es muy alta. Son empresas mucho más orientadas al accionista, y los del

management se juegan sus propios salarios y sus fortunas. Y eso se paga.

«Los fundamentales no han cambiado.» Se trata de la suposición de que la capacidad de generar beneficio de una empresa ante un cambio monetario o macroeconómico no ha cambiado. Bien, en la inmensa mayoría de los casos, esto es falso. Los fundamentales cambian constantemente.

«La empresa vale más porque lo dice un gran banco de inversiones.» Las previsiones son eso: previsiones. Cuando vemos que los analistas estiman un 40 o un 50 por ciento de revalorización en una empresa, en lo que tenemos que fijarnos en realidad es en qué están usando como base de esas estimaciones. Tenemos que leer más allá de las recomendaciones, que no dejan de ser una consecuencia de un análisis previo que puede —y suele— ser benévolo. Nuestro objetivo es crear una opinión propia aprendiendo y cuestionando lo que recomiendan bancos y analistas, acercar nuestra visión a la perspectiva más realista valorando toda información y todo análisis como lo que son, un aspecto importante más, pero no la verdad revelada.

En las últimas décadas ha aumentado la independencia de los analistas. Sus previsiones ni «van a misa» ni son inútiles. Tenemos que saber qué buscar en ellas. Cuando empezaba mi carrera como analista, nos acostumbramos a arrancar la primera página de los análisis que estudiábamos, que era donde estaban la recomendación y el precio objetivo; y nos fijábamos en lo que venía a continuación, que era lo interesante: las estimaciones y bases que habían permitido al autor del informe hacer esa recomendación.

«Tiene un buen dividendo.» Que una empresa tenga un alto dividendo estimado (dividendo por acción relativo al precio por acción) no quiere decir que sea una buena inversión. Porque es posible que ese dividendo salga de una emisión masiva de deuda, o bien de acciones. Pagar el dividendo en acciones de la propia empresa es como invitarte a cenar pagando con tu propia cartera. En ocasiones, un dividendo estimado alto indica que el mercado duda que lo vayan a poder pagar o cree que, si lo hacen, van a empeorar la estructura de balance de la empresa.

Es decir, las empresas que pagan dividendo suelen desempeñarse mejor, siempre que sean beneficios excedentes que no comprometan la

solvencia de la entidad.

Lo primero que tienes que hacer como inversor es no invertir y cerrar los ojos; sino aprender a descartar las «trampas de valor». ¿Y qué son las trampas de valor? Todos los inversores del mundo, mejores y peores, han caído alguna vez en una trampa de valor. Por ejemplo, muchos pequeños inversores compran en tres o cuatro empresas aparentemente baratas del índice porque les «suenan». Son «inversiones trampa» que suben menos que el mercado en períodos alcistas y bajan más cuando el mercado corrige... Porque destruyen valor.

Las trampas de valor son la principal causa de frustración y pérdida de confianza en los pequeños inversores. Te encuentras atrapado en una espiral, preguntándote: «¿Por qué no deja de bajar?» o «¿por qué no sube?». Además, estas situaciones te minan la confianza y la moral a la hora de buscar y hacer otras inversiones. Hay que aprender de los errores y, cuando hemos caído en una trampa de valor hay que hacer dos cosas: vender y no volver a comprar. No hay que caer en la «falacia del coste hundido», la de pensar: «Bueno, ya mejor esperar a ver si se recupera». Te equivocas. Vendes. Te sales.

¿Qué es destruir valor? Es lo que ocurre cuando el proceso inversor, orgánico o inorgánico, genera menor rentabilidad que no hacer nada, o cuando incluso directamente genera pérdidas, sean en cuenta de pérdidas y ganancias o en valor en libros. Gran parte de la destrucción de valor de los grandes conglomerados europeos se genera en las compras de otras empresas y otros activos. Pagan sumas enormes y valoraciones a precio de oro, y luego generan muy pobres resultados y terminan, en muchas ocasiones, con fuertes minusvalías y deterioro de la valoración de los activos comprados. ¿Cuántas trampas de valor conoces en empresas que, tras gastar decenas de miles de millones en compras a precio de oro por el mundo, valen en bolsa menos que antes de adquirir todos esos activos?

El llamado *valor económico agregado* (o *añadido*), [2] más conocido como EVA (*economic value added* , en inglés), es un indicador que muestra el beneficio después de considerar los gastos, los impuestos y el coste de la inversión. Es muy útil para analizar esas supuestas inversiones milagrosas que hacen algunas empresas, ya que se puede calcular a nivel agregado o incluso por divisiones, y esto es muy necesario respecto a empresas que nos hacen llevarnos las manos a la

cabeza al no entender por qué destruyen valor cuando tienen varias divisiones muy rentables.

Una forma útil de calcular si una empresa es barata o cara y si el dinero invertido por ella crea valor para el accionista, sea cual sea su sector, es usar la ratio: EV/IC/ROIC/WACC. Donde:

- EV es el valor firma (capitalización bursátil más deuda).
- IC es el capital invertido (ojo, debes usar la cifra total, no la que refleja la empresa tras reducir valoraciones).
- ROIC es la rentabilidad sobre el capital invertido.
- WACC es el coste medio ponderado de capital.

EV/IC te muestra si el mercado valora a la empresa por encima de lo que ha invertido, pero eso no significa nada si no lo ajustas por ROIC/WACC, que nos dice si la empresa está destruyendo valor a pesar de generar rentabilidad nominal positiva.

Esta ratio te ayuda a ver si una empresa está generando valor con su actividad empresarial e inversora. Te encontrarás que hay empresas que en otros múltiplos parecen «ópticamente» baratas, incluso un chollo, pero que en realidad son muy caras porque destruyen valor.

La destrucción de valor también se puede hacer por comparación. ¿Una compra inorgánica comparada con recomprar acciones de la empresa? En la inmensa mayoría de los casos, la evidencia empírica es la destrucción de valor para el accionista de la empresa compradora.

Merece la pena tener esto en cuenta, ya que la inmensa mayoría de las grandes empresas destruyen valor con mal llamadas «adquisiciones estratégicas». [3]

Sin embargo, la literatura va más allá. La destrucción de valor no viene sólo por adquisiciones sin sentido y guiadas por la megalomanía, sino, en muchas ocasiones, porque la propia lógica empresarial se pierde. [4]

Es relativamente fácil explicar por qué se suele destruir valor en adquisiciones externas. Primero, porque las expectativas de sinergias y ahorros de costes de la empresa compradora de cara a la fusión raramente se cumplen. Es todavía peor, muchas empresas justifican sus supuestos ahorros en «términos equivalentes», es decir, si ambas empresas iban a subir sus costes un 5 por ciento y la combinada sube sus costes un 4 por ciento lo llaman ahorro. Y no lo es.

No sólo es difícil cumplir las estimaciones de ahorros y sinergias «de PowerPoint», hechas en despachos con el aplauso de banqueros de inversión que esperan un 2 por ciento de comisión de éxito. En la inmensa mayoría de los casos es prácticamente imposible cumplir las expectativas de beneficios y endeudamiento. Si las estimaciones de ahorros y sinergias son complicadas —y son aquello que el equipo directivo puede implementar de manera más eficaz, ya que los costes son el aspecto que mejor controla—, imagina las perspectivas de ingresos y beneficios.

Por eso, nunca te creas eso de que «el mercado ya descuenta el riesgo de destrucción de valor» o de que ya está en el precio cuando la acción corrige ante el anuncio de una compra.

Como inversor, «siempre debes intentar estar detrás del *capex* y delante del *cash flow* », decía mi querido Bernard, socio de uno de los fondos donde trabajé. Nunca te subas a un valor en proceso de expansión agresiva vía inversión y compras externas. Espera a que empiece a cumplir, si lo hace.

¿Y si la empresa está muy barata, no hay riesgo de opa? Yo siempre explico que hay dos maneras de hacer una empresa inexpugnable: hacerla muy cara creando mucho valor o muy gorda comprando basura innecesaria. La segunda estrategia te hace *incomprable* aunque los múltiplos a los que cotices sean «bajos». Si, encima, el gobierno de turno considera a esa empresa «estratégica», apaga y vámonos, porque seguirá destruyendo valor a placer y poniendo la excusa del largo plazo mientras los inversores sufren.

Ya que hablamos de riesgo de opa (oferta pública de adquisición), no olvides otro típico error en la inversión: creerte la propaganda, en ocasiones promovida desde la empresa, de que van a ser opados (adquiridos) por alguna compañía o fondo extranjero. Muchas veces se acude a difundir el «rumor» de que a una empresa la van a comprar los rusos, los chinos o algún *hedge fund* sólo para disfrazar el fracaso estratégico y operacional de dicha empresa. Aún peor: en muchas ocasiones, el desesperado inversor que ha caído en alguna trampa de valor recibe finalmente una oferta de un comprador por sus acciones, pero a un precio que, incluida la prima de control, queda muy lejos de los niveles a los que compró.

Comprar empresas malas pensando que alguien las va a opar a un precio superior tiene un grave inconveniente: la gente que compra

empresas no es tan tonta.

En la inmensa mayoría de los casos, cuando escuches un rumor de opa en un conglomerado destructor de valor y éste suba, es una oportunidad para vender, no para esperar.

Mi carrera como analista despegó precisamente por identificar una empresa que iba a ser comprada en una fuerte batalla entre competidores, uno alemán y otro español. Sólo dos analistas de todo el consenso dijimos que aquello no estaba «cantado» y acordado entre el gobierno y la empresa española que lanzaba la opa. Todo el consenso asumía que el gobierno iba a parar los pies a la «malvada» extranjera y vender barato a la empresa que estaba más cerca del poder político, y que el gran beneficiado iba a ser el conglomerado comprador con el beneplácito del gobierno. Ni ese excelente analista, Raimundo, ni yo hicimos nada que debiera considerarse especial y, sin embargo, lo parecía. El consenso apostaba a que el intervencionismo y la presión política ganarían; Raimundo y yo, a que ganaría la lógica y el accionista de la empresa sujeta a opa. Allí aprendí que uno de los grandes errores que cometemos los analistas e inversores en valoración de riesgos y oportunidades es creer en el poder mágico del intervencionismo y dar por descontado que los gobiernos o los bancos centrales son todopoderosos. No fuimos héroes, simplemente aprendimos que un gobierno no puede poner puertas al campo ni hacer que dos más dos sumen veintidós.

A la hora de valorar empresas, la mejor manera de entender si son caras o baratas es siempre compararlas con las empresas más cercanas de su sector y con las alternativas que tenemos para invertir. Una empresa no es barata si sus comparables son más rentables y crean más valor. De hecho, es más cara porque probablemente sea una *empresa zombi* . Una empresa zombi es aquella que no puede cubrir el coste de deuda con beneficios operativos. [5]

Cuando buscamos valores en renta variable, tenemos que tener muy clara la tesis a partir de la que estamos planteando la inversión. En Citadel los analistas tenían que resumir la tesis que defendían en tres frases cortas; así los gestores sabían exactamente cuál era la razón para comprar o vender sin florituras ni excusas y, si esas tres tesis aparecían invalidadas, había que asumir que los analistas se estaban equivocando.

Hay empresas «caras» que lo son porque su proceso de creación

de valor y diferenciación les permiten aumentar márgenes y ganar cuota de mercado. Son empresas que suben y suben. Pero son caras porque generan mucho crecimiento, mucha rentabilidad y un margen superior.

El inversor minorista suele rechazar la inversión en empresas tecnológicas norteamericanas, argumentando que no han «demostrado nada» y se basan en estimaciones. Pero, paradójicamente, ese inversor puede sentirse a la vez atraído por otras del tipo de Gowex, que son operaciones ruinosas basadas en espejismos. Invertir con cabeza es tedioso: hay que leer todo lo necesario, balances, cuentas de resultados, etcétera.

Importante: una acción que cotizaba a 10 euros hace cinco años y hoy cotiza a 2 euros no tiene por qué estar más «barata». Lo peor que puede hacer un inversor en renta variable es pensar que una acción es más barata sólo porque ha caído. Puede ocurrir, como hemos visto en tantas ocasiones, que sus beneficios se hayan desplomado, que destruya valor, que haya aumentado masivamente capital..., o las tres cosas a la vez.

La renta variable no se valora por el precio de la acción, sino por los múltiplos a los que cotiza.

¿Qué cosas te importan como accionista? Te interesa conocer los balances, las cuentas de la empresa. Algo en lo que yo me fijo particularmente son las ratios de caja y de rentabilidad. Otra de las más útiles es la ratio entre valor de firma y capital invertido.

Muchos expertos usan una combinación de ratios para entender una inversión en renta variable. Entre ellos está José Morales Díaz, profesor de Administración y Dirección de Empresas (ADE) en el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB), que explicaba en un artículo cuáles son las diez ratios más importantes a la hora de valorar una inversión. [6] Yo aprendí que la ratio antes mencionada (EV/IC/ROIC/WACC) puede ayudar bastante.

En cualquier caso, todos estos múltiplos no significan nada por sí solos. Hay que ponerlos en contexto. Veámoslos...

1. Ratio P/E (*price-to-earnings ratio*)

Representa la relación entre el precio de la acción (P = *price*) y el

beneficio por acción (E = *earnings per share*). Una P/E baja no significa que el valor vaya a ser barato, sino que los inversores ven poco crecimiento esperado. Una P/E alta suele significar que los inversores esperan un crecimiento fuerte del beneficio en el futuro. Cuanto mayor sea la P/E, dado el mismo nivel de beneficio por acción, mayor será la valoración general de la empresa.

Por eso es interesante combinar esta ratio con el crecimiento, usando el PEG (*price/earnings-to-growth*), que es el P/E dividido por el crecimiento anual del beneficio por acción. Esto te permite diferenciar entre empresas «ópticamente» baratas en P/E porque lo merecen y otras que no son tan «caras» porque crecen más. El problema es que es difícil identificar valor en empresas que crecen mucho a corto plazo pero luego «maduran», y también en empresas que no crecen casi nada.

2. Ratio P/B [o P/BV] (*price-to-book [value] ratio*)

Es una forma de valorar si la empresa tiene un valor contable adecuado. Es el precio de la acción entre el valor contable de dicha acción (valor contable del patrimonio neto de la empresa entre el número de acciones). Si es mayor a 1 quiere decir que los inversores asumen que, como explica Morales Díaz, «existen plusvalías no registradas en balance (ya sea por activos, pasivos o fondos de comercio), de tal forma que valoran la empresa por encima de su valor contable»; y si la ratio es menor que 1 «los inversores asumen que la compañía está sobrevalorada contablemente (existirán provisiones no contabilizadas, minusvalías, etcétera)».

Es un error pensar que una empresa con baja P/BV es barata. Por un lado, en muchos casos significa que el valor contable del patrimonio de la empresa está inflado, que no se han hecho los ajustes necesarios o que, simplemente, genera minusvalías en fondo de comercio (la empresa vale menos al tener esos activos en su poder, no vale más). Un ejemplo típico de error en el uso de este múltiplo son los bancos o las petroleras. La mayoría de esas empresas cotizaban con un bajo P/BV, inferior a 1, entre 2010 y 2020. ¿Significa eso que el mercado infravaloraba sus activos? No. Significa que, en su amplia mayoría, el valor en libros publicado por la empresa no se

correspondía con el valor real de liquidación o con su aportación a la empresa. Esas discrepancias entre valor de mercado y valor en libros se solucionarían si en Europa se hiciera *mark-to-market* (valorar en libros los activos a precio de mercado, no a valoración por modelo interno).

Este múltiplo tiende a confundir a muchos inversores minoritarios que se denominan *value* . Cuidado con creerse el valor en libros que publica la empresa, puede estar pendiente de fuertes ajustes, provisiones y revisiones contables.

Los grandes inversores *value* suelen ajustar este múltiplo de la siguiente manera… En vez de usar el *book value* (BV, valor contable) que publica la empresa, ellos hacen su propio análisis detallado de cuál es el verdadero valor del patrimonio. Para ello usan la información que muestra el cálculo de la suma de partes (analizar cada activo o divisiones usando múltiplos reales de mercado y restando aquellos que destruyen valor), o bien hacen un ajuste al valor en libros publicado por la empresa restando aquellas provisiones que no se han realizado y eliminando del BV el valor de aquellos activos invendibles, innecesarios o destructores de valor. [7]

Si haces esos ajustes, te sorprenderá la cantidad de empresas de bajo P/BV que en realidad están perfectamente valoradas.

La suma de partes [8] puede ayudarte a reflejar un valor de la acción ligado a sus activos. Muchos analistas lo usan como un elemento más de análisis, pero nadie debería usarlo como reflejo real de lo que debería ser el precio de la acción de mercado. Es sólo una referencia. No olvides que la suma de partes puede ser engañosa, sobre todo en conglomerados multinacionales que acumulan activos invendibles y que en muchos casos restan, no suman, valor.

Cuando usas múltiplos ajustados y revisados es cuando tu valor como analista aumenta. Y, además, ello te permite hacer un análisis más detallado y más realista para evitar caer en falacias del tipo «el mercado se equivoca».

3. Ratio P/V (*price-to-sales [P/S] ratio*)

Compara el precio de las acciones de la empresa (P) con su cifra contable de ventas (V, o S, en inglés). «Cuanto más alto, en general,

mayores serán las expectativas de crecimiento futuras (más están dispuestos a pagar por el mismo nivel de ventas). Igualmente, si se comparan dos empresas, una mayor ratio de una de ellas puede indicar una mayor rentabilidad: tiene más beneficios con el mismo nivel de ventas», explica Morales Díaz.

Para mí es un múltiplo que tiene poco valor en sí mismo. Una empresa puede vender mucho pero no generar valor, tener pobres márgenes e incluso perder dinero. Este múltiplo te ayuda a entender su posición con respecto a sus comparables realmente equivalentes.

4. P/CF (*price-to-cash flow*)

Compara el precio de las acciones de la empresa (P) con su cifra de *cash flow* (flujo de caja) operativo (CF). La mejor manera de calcularlo es dividir la capitalización bursátil entre el volumen de caja acumulado de los últimos doce meses. Es el valor asignado por los inversores a cada euro de flujo de caja de la empresa. Si el múltiplo es alto, mayores son las expectativas de crecimiento futuras (más están dispuestos a pagar por el mismo nivel de caja).

Es un buen múltiplo para entender la solvencia de la empresa, pero no dice mucho sobre su valor. Para empresas de fuerte generación de caja, los analistas suelen usar los múltiplos EV/DACF o EV/EBITDA, que reflejan lo siguiente:

- *EV.* Como ya hemos explicado, el valor firma, capitalización más deuda.
- *DACF* (*discounted average cash flow*). Caja generada media descontada (es decir, un análisis de la generación de caja media anual en un período de tiempo).
- *EBITDA* (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*). Resultado bruto de explotación (o beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones). El EV/EBITDA es muy utilizado por los analistas a la hora de evaluar si una empresa es cara o barata comparada con su sector, y, como siempre, usando varios múltiplos para delimitar el atractivo de la acción.

5. Ratio de rentabilidad por dividendo (*dividend yield ratio*)

Representa cuántos euros se obtienen por dividendo por cada euro invertido en las acciones. Como apunta Morales Díaz, se calcula «dividiendo los beneficios anuales por acción (bajo dos posibilidades: dividendos pagados en el último año o dividendos esperados para el año siguiente) entre el precio por acción». Las empresas con alta rentabilidad por dividendo suelen ser compañías con beneficios estables y recurrentes, sin embargo, como hemos comentado, es un múltiplo que puede ser engañoso.

De nuevo lo repito: si te pagan el dividendo con acciones es como invitarte a cenar pagando con tu propia cartera.

Si te pagan el dividendo endeudándose, eso puede dañar la sostenibilidad de la empresa si sus beneficios no son estables y recurrentes.

Ojo, porque la rentabilidad por dividendo aumenta si baja la acción. Recuerdo una empresa italiana que anunció a bombo y platillo en su estrategia que siempre tendría la «rentabilidad por dividendo más alta del sector». Lo malo: que lo consiguió cayendo en bolsa.

Vuelvo a repetir la importancia de analizar estos múltiplos con mucho cuidado e independencia. Una empresa puede tener una alta rentabilidad por dividendo estimada porque el mercado no se cree que lo pueda pagar. Esto es más común de lo que puede parecer.

6. Crecimiento futuro de beneficios a largo plazo

«Mide el crecimiento de los beneficios futuros esperados a un horizonte temporal futuro determinado. Cuanto mayor sea el crecimiento, generalmente, mayor será la estabilidad, solvencia y rentabilidad esperadas de la empresa. Puede medirse con el beneficio total o con el beneficio de la explotación», explica Morales Díaz.

Por supuesto, hay que tener en cuenta quién hace las estimaciones a largo plazo y lo fiables que éstas puedan ser. No será la primera vez que leas un plan estratégico de una empresa a todas luces imposible de cumplir y, a pesar de todo, veas que se usa como

referencia para la valoración.

7. Crecimiento histórico de los beneficios

«Al contrario que el caso anterior, mide el crecimiento de los beneficios históricos (esto es, reales) durante un período de tiempo pasado. Cuanto mayor sea el crecimiento, generalmente, mayor será la estabilidad, solvencia y rentabilidad. Un alto crecimiento de los beneficios históricos no garantiza el mismo crecimiento en los beneficios futuros», dice Morales Díaz.

Compara el múltiplo (o ratio) número 6 con el múltiplo número 7. Si te cuentan que una empresa va a dar un crecimiento de beneficios a largo plazo espectacular y, sin embargo, su crecimiento de beneficios histórico es pobre y raquítico, sal corriendo. La probabilidad de que el múltiplo número 6 no se cumpla es casi del cien por cien.

8. Crecimiento histórico de las ventas

«Mide el crecimiento de las ventas históricas (es decir, reales) durante un período de tiempo pasado. Cuanto mayor sea el crecimiento, generalmente, mayor será la estabilidad y la solvencia. No obstante, también hay que relacionarlo con los beneficios. Una empresa puede tener un importante incremento de las ventas y tener pérdidas (debido al incremento de costes operativos, gastos financieros, etcétera)», apunta Morales Díaz.

Éste es otro factor valioso para poner en contexto estimaciones que puedan caer en el optimismo. A la hora de analizar si las estimaciones a largo plazo son factibles, merece la pena analizar cómo se han comportado la empresa y sus ventas en el pasado, período que probablemente incluya alguna recesión.

Cuanto más grande y más diversificada es una empresa, más te explica el pasado sobre lo que pueda pasar en el futuro. Como regla general, escapa de los grandes conglomerados con fuerte diversificación que no han crecido en el pasado y prometen aumentos espectaculares.

9. Crecimiento de los flujos de caja

«Mide el crecimiento del flujo de caja (por ejemplo, de la explotación) durante un período de tiempo pasado. La cuenta de resultados contable se prepara siguiendo el principio de devengo (y no el principio de caja). Por esta razón, un análisis de los flujos de caja puede dar información acerca de la generación de recursos de tesorería para la empresa, acerca de la liquidez, etcétera», escribe Morales Díaz.

No viene nada mal analizar los flujos de caja en períodos de bajos tipos y alta tolerancia al riesgo, porque las empresas suelen caer en la trampa de endeudarse cuando las condiciones de crédito son laxas. Si analizas la gestión y el flujo de caja en empresas con fuertes períodos de apalancamiento y deuda, evitas caer en el riesgo de ampliaciones de capital sorpresa, recortes de dividendo o problemas financieros.

«Lo más importante en una empresa es la caja, es como la sangre», decía Ken Griffin. Y en la inmensa mayoría de los valores cotizados es un factor clave que debemos incorporar al análisis de dividendo, solvencia y riesgo.

No nos extenderemos en detalle, pero te recomiendo que uses los múltiplos que publican las agencias de calificación para analizar la liquidez y la solvencia. [9]

10. Crecimiento de valor en libros

«Mide el crecimiento del patrimonio neto contable de una empresa (activos menos pasivos) durante un período de tiempo pasado. Cuanto mayor sea el patrimonio neto contable, mayor será la solvencia y la estabilidad. Un incremento en el valor en libros significa que la entidad ha tenido, o bien beneficios positivos (en la cuenta de resultados o en otro resultado global), o bien aportaciones de capital de los accionistas», señala Morales Díaz.

Como he comentado antes, lo más importante como inversor es que investigues cómo aumenta el valor en libros. Por ejemplo, una empresa que compra un 40 por ciento de un negocio en un país emergente en el que se desploma la moneda y decide comprar el 60 por ciento restante para valorarlo en libros según su modelo interno,

en vez de hacer provisiones está destruyendo valor.

Todos estos múltiplos nos ayudan a valorar una empresa, pero deben usarse de manera inteligente y como parte de un análisis independiente, no como guía ciega. Además, deben utilizarse en combinación, para evitar caer en errores de bulto, como comprar una empresa con alto dividendo pero bajísima solvencia…, porque no pagará el dividendo.

Hoy tienes a tu disposición toda la información necesaria. Ningún inversor, sea minoritario o profesional, puede quejarse de tener poca información y poco acceso a datos reales de las empresas.

Jim me dio la mejor definición del valor de una acción que yo he escuchado: «Una acción es el halo de esperanza que existe entre los activos y los pasivos». [10]

Como decía Warren Buffett: «Valor es lo que recibes, precio es lo que pagas».

La señora que decía que es muy mala vendiendo porque siempre piensa que [la acción] puede subir más tenía claro que, si queremos aumentar nuestro patrimonio, tenemos que conocer nuestras debilidades. Usa tu sentido común y tu análisis para valorar.

Te equivocarás mucho menos de lo que crees.

6

¿Valor o trampa?: Estados Unidos contra Europa

«Para valorar bien esta empresa tienes que añadir más ceros.»
«Claro, a la izquierda.»

Imagina mi orgullo cuando pude completar mi carrera en el extranjero en el mundo financiero en el mayor fondo de inversión en bonos del mundo. Si en los dos fondos de inversión anteriores había tenido el inmenso honor de ser fichado y trabajar con algunos de los mejores profesionales del mundo, recibir una llamada del gigante mundial de los bonos es, en sí mismo, motivo de orgullo. Y que te fichen, una maravilla.

Virginie venía de un gran fondo británico con siglos de experiencia y más de 500.000 millones de dólares de activos bajo gestión. Ella tenía clarísima la importancia del equipo y de tener excelentes profesionales que no sólo analizaran los fundamentales, sino que hubieran gestionado. Mark, Ian, Lucrecia, Simon... El equipo que formamos en aquel momento era un auténtico *All Star* de algunos de los mejores de cada casa con los que crear un gran equipo de renta variable en un fondo con experiencia mundial en bonos. Bill y Dan, los responsables del fondo a nivel global, veían que la época de tipos bajos y alta liquidez estaba aquí para quedarse, y el objetivo era crear una división fuerte de renta variable. Para mí, además, era un lujo poder seguir aplicando mis conocimientos de energía, renta variable y macroeconomía para apoyar a los compañeros en todo el mundo. De nuevo, era para mí un sueño convertido en realidad llegar, por tercera vez, a colaborar y trabajar con los mejores.

De Virginie aprendí la importancia de identificar tendencias a

muy largo plazo y de monitorizarlas a corto. Ella siempre invertía con un análisis centrado en el cambio climático y las crecientes tensiones geopolíticas. Para ella, valor, rentabilidad y sostenibilidad iban de la mano. Y tenía toda la razón.

Creamos el equipo con algunos de los mejores de cada sector. Lucrecia, que gestionaba consumo, decía: «Es que todo en mi sector está caro»; Ian, en tecnología, decía: «Todo en mi sector está caro»... Así hasta Mark, en estrategia, que veía un mercado en máximos y con señales de agotamiento. Sólo dos sectores, bancos y energía, parecían baratos. Pero eso no significaba que el mercado no fuera a subir ni que tuviéramos que sobreponderar energía y financieros. De hecho, invertíamos al alza, ya que no era un fondo de cobertura, y veíamos que energía y financieros estaban baratos... porque lo merecían. Y el mercado continuaba subiendo.

Una de las razones por las que un mercado caro continúa subiendo es porque prevalece un entorno más pesimista de lo que sugieren las valoraciones ante una bolsa que alcanza máximos. Las grandes correcciones y los cambios abruptos se dan cuando el posicionamiento de los inversores es extremadamente procíclico y hay exceso de optimismo. Sin embargo, cuando los inversores profesionales mantienen un perfil de riesgo medio y son conscientes de los riesgos, el mercado tiende a corregir para continuar al alza.

¿Cómo puedes saber si hay exceso de optimismo? En Bloomberg y otros lugares puedes encontrar la *bull-bear ratio* (ratio de alcistas vs. bajistas, por llamarlo de alguna manera). También puedes buscar en los medios financieros el índice de exposición neta alcista al mercado, ya sea de *hedge funds* o general.

El índice VIX (*volatility index*), que se utiliza con frecuencia en medios de comunicación, es un mal indicador de riesgo, pero resulta bueno para entender la volatilidad. Es un indicador de volatilidad, no necesariamente de riesgo, y mide la volatilidad esperada a corto plazo en los mercados financieros de Estados Unidos. Se construye con una cartera ponderada de opciones *call* y opciones *put* sobre el índice Standard & Poor's 500 (S&P 500). Las opciones *call* son derivados financieros que otorgan al comprador el derecho de comprar en el futuro un activo a un precio prefijado, mientras que las *put* son su equivalente para vender en el futuro.

Hay indicadores indirectos de euforia en los mercados que te

pueden ayudar; así, la rentabilidad exigida a los bonos de mayor riesgo, o bonos basura (llamados *high yield*), cuando alcanza mínimos relativos al bono a 10 años del país suele ser un buen indicador, al igual que el indicador de estrés financiero de la Reserva Federal de Saint Louis, que suele indicar alta complacencia cuando está a mínimos, y al revés.

Buenos amigos como Jesse Colombo o Keith McCullough escriben con una enorme cantidad de datos sobre la evidencia de la burbuja y los riesgos de una fuerte corrección bursátil. Lo bueno de servicios como Hedgeye o Real Investment Advice es que no se dedican sólo a dar ejemplos de riesgo, sino también recomendaciones para comprar y vender en todo momento.

Los argumentos que se manejan son evidentes. Entre otros, el mayor período alcista de la historia, unos múltiplos nunca vistos y unos datos macroeconómicos que dan señales de saturación.

Ante estos riesgos, la prensa y ciertos especialistas europeos suelen lanzar la idea de que la bolsa europea está barata y la norteamericana no lo está. Pero ¿y si fuera al revés? ¿Y si la bolsa norteamericana fuera realmente barata?

Explico por qué... En primer lugar, la bolsa, como cualquier otro sistema de inversión, es un juego de oportunidades relativas, no absolutas. Así, cuando los bonos del Estado siguen carísimos, generando rentabilidad real —ajustada por la inflación— negativa y los bonos de alto riesgo suponen una alternativa de excesivo riesgo por muy poca rentabilidad, resulta que la bolsa no está tan cara... comparada con esos bonos.

La cifra de bonos con rentabilidad negativa real alcanzaba cifras récord en la eurozona en 2021, y a nivel global se mantenía por encima de los 11 billones de dólares. [1] Eso implica que la represión financiera llevada a cabo por los bancos centrales lleva a que los activos de «menor riesgo» sean demasiado caros. Al elevar la valoración implícita de los bonos soberanos y corporativos, se eleva también la valoración implícita de los activos de menor riesgo en renta variable: la bolsa norteamericana. Es como elevar el nivel del agua. Hasta los submarinos suben un poco.

Veamos, si compro un bono de una empresa al borde de la quiebra y cuyas ratios de solvencia y liquidez están empeorando, voy a recibir un mísero 4 por ciento. Cuando el diferencial sobre el bono

soberano que recibe el inversor en bonos de alto riesgo europeos se sitúa en un 3 por ciento, el diferencial entre riesgo y rentabilidad simplemente no compensa. Comparado con una rentabilidad por dividendo de la bolsa (S&P 500) del 2 por ciento de media, claramente no merece la pena el riesgo, porque las empresas cuyas ratios de solvencia y liquidez están mejorando tienen bonos con rentabilidades exigidas muy bajas. Y lo que el S&P 500 no nos da en dividendo nos lo da en márgenes y, más importante, en recompras de acciones.

En segundo lugar, comparado con Europa o los mercados emergentes, no hay color. Las empresas del S&P 500 siempre son más caras... porque lo merecen. Tienen políticas de remuneración al accionista mucho más atractivas, mayor identidad de objetivos entre el equipo directivo y el accionista minoritario, mejores márgenes y, sobre todo, recompran muchas acciones, muchísimas. Entre 2008 y 2017, el mayor comprador de acciones de la bolsa norteamericana ha sido la llamada *Corporate America* , es decir, las propias empresas. Todos los años nos dicen que los *buybacks* (recompras) van a terminarse, pero mi experiencia y la realidad muestran que eso es completamente equivocado. En 2021, la cifra de recompras se estimaba en más de un billón de dólares. [2]

Decir que recomprar acciones es cortoplacista y negativo es simplemente engañar. ¿Qué mejor inversión puede encontrar una empresa que recomprar y cancelar sus acciones? Recuerda que si no las cancelan, el efecto positivo se desvanece, y eso ya lo hemos vivido con algunas empresas europeas que han «recomprado» acciones pero las mantienen en lo que llaman «autocartera» y no reducen el número de acciones en circulación. Prefiero mil veces una empresa que compra sus propias acciones si no encuentra mejores opciones de inversión que una que compra exposición a mercados arriesgados a precio de oro y luego se pasa años destruyendo valor. La recompra de acciones es una parte sustancial de la creación de valor. Por eso es tan importante analizar las empresas que hacen inversiones desde el punto de vista de ROIC (rentabilidad sobre el capital invertido) con respecto al coste medio de capital ponderado (WACC).

Engordar no es una política de creación de valor.

Pero es que el mantra de que Europa es más barata que Estados Unidos se desmonta analizando por sectores y comparando la composición de los índices. Los múltiplos a los que cotiza cada sector

son muy similares, incluso más atractivos, en Estados Unidos, sobre todo cuando analizamos los márgenes, varios puntos superiores en media en el S&P 500 que en el STOXX 600, y la remuneración total al accionista. Las empresas norteamericanas tienden a cuidar al minoritario con recompras, las europeas, a diluirlo con *scrip dividends* —dividendos en acciones— o aumentos de capital disfrazados.

En tercer lugar tenemos la composición de los índices. No es lo mismo ser barato porque, como ocurre en Europa, los índices están repletos de bancos, conglomerados industriales de bajo crecimiento y sectores de baja productividad o subvencionados, que estar caro, como ocurre en Estados Unidos, por tener gigantes tecnológicos de alto valor añadido. Las tecnológicas pesan casi un 30 por ciento en el S&P 500, mientras que no alcanzan el 7 por ciento en el STOXX 600. [3]

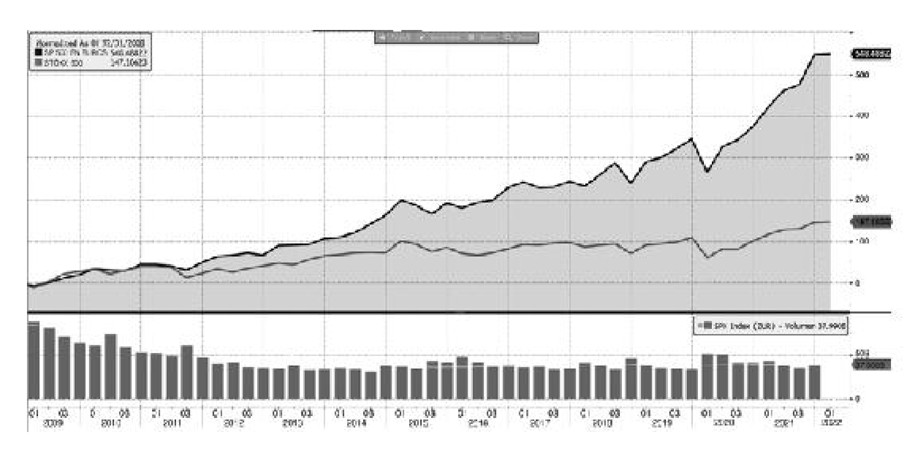
En cuarto lugar, la exposición a mercados emergentes de alto riesgo y volatilidad política es bajísima en Estados Unidos. No olvidemos que, además, la exposición a emergentes de los grandes conglomerados europeos se ha hecho vía adquisiciones a precios de oro, no vía crecimiento orgánico como muchas multinacionales norteamericanas. No es lo mismo comprar a múltiplos de oro una empresa en Brasil, por ejemplo, que invertir capital propio en ese país para hacer fábricas.

Cuando uno invierte en Estados Unidos, invierte sobre todo en su economía doméstica con gestores que no hacen caso a las «recomendaciones» gubernamentales. Doble seguridad. Siempre cito los casos de Wynn o Exxon cuando se negaron a hacer lo que el presidente del gobierno de turno les «exigía».

Las empresas del S&P 500 exportan relativamente poco. Menos del 34 por ciento de sus beneficios vienen del exterior, y en las que venden mucho en otros países no encontrarás casi ninguna que haya aumentado sus ventas en el extranjero haciendo adquisiciones destructoras de valor. Menos del 10 por ciento de los beneficios en el exterior de las empresas del S&P 500 han sido «comprados» vía fusiones y adquisiciones a precio de oro (la inmensa mayoría de los beneficios «comprados» está en los conglomerados petroleros). En el EURO STOXX 50, casi el 60 por ciento está liderado por bancos y telecomunicaciones.

Gráfico 6.1. Evolución de la bolsa norteamericana

versus la europea



Fuente: Elaboración propia.

En quinto lugar, no hay empresas semiestatales en el índice. Cuando un inversor compra acciones de las bolsas de Europa, Japón o mercados emergentes, suele estar expuesto a una enorme cantidad de empresas semipúblicas o muy intervenidas por el gobierno nacional, cuya identidad con el accionista minoritario es baja, si no es directamente antiminoritaria.

Otro factor esencial son las revisiones de estimaciones de beneficios. En Estados Unidos, las revisiones son más realistas. Las empresas no «guían» al consenso con rebajas graduales de estimaciones, como sí ocurre en Europa, donde es una práctica habitual ir reduciendo las expectativas de los analistas para luego publicar resultados «en línea con lo esperado», cuando «lo esperado» ha sido masajeado y revisado varias veces. Si analizamos las revisiones de estimaciones de beneficios de las empresas europeas, nos sorprende que las que aparentemente se ven más baratas son las que sufren mayores recortes... Y, entonces, no están tan baratas. Si las expectativas de beneficios de las empresas europeas empiezan siendo muy optimistas y luego tienen que revisarse a la baja, y ese recorte de estimaciones es mucho mayor al de sus comparables norteamericanas, entonces no son baratas. La media de recortes de estimaciones por sector en empresas europeas comparada con la de las norteamericanas se mueve entre un 20 y un 30 por ciento. [4]

Es decir, a principios de año, las empresas de un sector en Europa parecen más baratas que las norteamericanas, y a lo largo del año se

van reduciendo mucho más las expectativas de beneficios de las europeas que las estimaciones revisadas también en Estados Unidos. Así se genera una trampa de valor. Escuchamos siempre que «Europa está más barata que Estados Unidos», pero sin atender a la composición de beneficios, al peso de los sectores de alto valor añadido y a la política de remuneración al accionista.

Un índice con más empresas de altos márgenes y alto crecimiento no está más caro que un índice donde los mayores pesos son sectores tradicionales y sin crecimiento orgánico.

Un gran inversor norteamericano me dijo una vez: «Cuando el consejero delegado o el presidente de una empresa cotizada, con un sueldo de varios millones de euros al año, centra su labor en llegar a ser ministro para cobrar unos cuantos miles de euros anuales, la diferencia la paga el accionista».

Prefiero invertir junto con un empresario que se juega su fortuna conmigo que en una empresa que tiene empleados VIP, no empresarios, que no tienen casi acciones de la empresa.

Y, sobre todo, casi siempre que la bolsa norteamericana cae, también lo hacen las europeas y emergentes. Por lo tanto, lo siento, pero me quedo con las norteamericanas.

Estas ideas me han ayudado mucho en mi carrera.

El proyecto de gran fondo de renta variable no terminó de lanzarse como estaba previsto por cambios estratégicos y de dirección totalmente ajenos al equipo y a su actividad, por lo que el fondo nos ofreció a los gestores incorporarnos a otras áreas. Al final, ninguno nos quedamos, porque se nos presentaron, de distintos fondos y empresas, ofertas que nos seducían más. Ese período fue una etapa maravillosa, de aprendizaje y compañerismo inigualables. Es para mí un placer y un honor seguir teniendo una relación mucho más que estupenda con todos ellos tras estos años.

7

Estilos de inversión: *value* versus *growth*

«Cada vez que me peso en la báscula entiendo la diferencia entre peso y valor.»

Tras años de inversión neutral al mercado y en energía, había conseguido aumentar mi experiencia añadiendo renta fija y análisis macroeconómico. Comencé mi colaboración trimestral con la CNBC en 2009, con el gran equipo de Karen, Steve y Geoff. Empecé hablando de petróleo y de la OPEP y, con los años y la experiencia, comentando las últimas noticias macroeconómicas y de mercado. Mi colaboración con CNBC, Bloomberg, NTD News, Hedgeye y otros medios internacionales ha sido siempre una manera adicional de aprender, crecer, informar y divulgar. Lo mismo ocurrió con los medios españoles. Sentía la obligación de divulgar y de dar mi opinión. «Si no lo haces tú, ¿quién lo va a hacer?», me dijo Jim. «¿De dónde ha salido la idea de que un economista y gestor tenga que callarse lo que piensa?» «¿Quién te ha dicho que te tienes que callar y mirar al suelo?»

Jim tenía razón. Yo veía en redes y medios internacionales a los inversores y expertos hablar constantemente, libremente y sin censura, dando sus opiniones personales sobre las políticas que implementaban los gobiernos y los bancos centrales. Judy Shelton, Peter Schiff, Luke Gromen, Jesse Colombo, Lance Roberts, Danielle DiMartino Booth... A mí me decían: «Daniel, eso no se puede decir, hay que mantener perfil bajo, no molestar». Y yo, cada vez que escuchaba eso, pensaba en esos campeones de la libertad y la divulgación y la falacia represora que incluyen esas palabras.

Me di cuenta de que eso era lo que yo quería transmitir: la

libertad de divulgar lo que pienso, como quiera y cuando quiera, y la responsabilidad de divulgar el conocimiento que yo pueda haber acumulado igual que lo hicieron conmigo todos los que me enseñaron lo que te estoy contando.

La economía era lo que me fascinaba. Ya había publicado dos libros y una columna semanal en la prensa española, y la popularidad de los libros me ayudó a poder seguir estudiando, aprendiendo y divulgando allá donde me lo pedían, fuera televisión, radio o prensa.

«Tú que tienes el privilegio de poder decir lo que quieres y cuando quieres debes ejercitarlo —me decía Jim una y otra vez—. Nunca serás suficientemente proactivo.»

Los grandes gestores y analistas del mundo son, además, grandes divulgadores y polémicos en sentido positivo, porque lo importante es que den opiniones serias, bien argumentadas y, además, diferenciadas de la mediocridad y comodidad del consenso, para que el debate se enriquezca y se inste a la gente a pensar de manera diferente. Para mí todos ellos eran un referente.

Estudiar, aprender y divulgar. Que nunca te digan que no puedes dar tu opinión.

Y nunca parar.

En medio de esa vorágine, hice el doctorado. Ni lo necesitaba profesionalmente ni podía sacar suficiente tiempo. Fue el padre José Luis Sánchez, un intelectual extremadamente brillante, el que me dijo: «Para aprender siempre hay tiempo». Tenía que hacer el doctorado. Mi maravilloso director de tesis, Juan Sapena, veía cómo le enviaba documentos y capítulos a las horas más intempestivas, y tenía la paciencia y flexibilidad de hacer sesiones telefónicas a horas alucinantes. Nunca se lo agradeceré lo suficiente.

Eso es lo que debes hacer tú también, aprender y expandir tu universo.

Imagina lo que aprendí, tras años de inversión neutral al mercado y en el mundo de los *hedge funds* , cuando empecé a conocer a grandes gestores «*value* » (valor). Conocer a Francisco, el «Warren Buffett español», fue una revelación. Durante varios meses me interesé mucho por el estilo de gestión *value* , que busca invertir en empresas donde el análisis de sus activos y de su negocio fundamental nos permite encontrar un valor intrínseco mayor al que reconoce el mercado en un momento dado. Conocí a grandes gestores españoles que lideraban el

segmento en el mundo, como Álvaro, Jacobo... y tantos excelentes gestores españoles que, por el perfil bajo y callado del mercado español, no tenían el reconocimiento que merecen por sus conocimientos e historial. Como inversor que antes había sido analista y apasionado del estudio y la valoración de los negocios y activos de una empresa, me parecía que era una forma de gestión muy válida.

Sin embargo, al calor del éxito de estos gestores en todo el mundo, ocurrieron dos cosas. Por un lado se llenó el mundo de personas que se acercaron al *value* porque parece cómodo y te puedes esconder bajo la excusa del «largo plazo». Nada más lejos de la verdadera estrategia de estos grandes profesionales. Por otro lado, bancos de inversión y casas de análisis empezaron a meter en la bolsa de *value* cualquier cosa que hubiera bajado mucho, aunque fuera por merecerlo. Nada más lejos de la realidad de ese estilo de gestión. [1]

Con esas dos terribles tendencias llegó también la debacle bursátil de los índices *value* comparados con los *growth* (crecimiento). Durante años hemos asistido a un debate que en mi opinión es incorrecto y, en algunos casos, deliberadamente manipulado. Me refiero a la disyuntiva *value* con respecto a *growth* y la demonización del primero ante un mal resultado bursátil recurrente.

Value se denomina a la gestión de carteras en la que la selección de valores se basa en analizar los fundamentales y encontrar aquellas empresas que cotizan a múltiplos baratos y con alto potencial de revalorización. *Growth* se usa para identificar esa gestión que busca empresas con alto crecimiento y que merecen una valoración superior por estar en un período de fuerte aumento de márgenes y ventas.

Lo primero que debes entender es que no son filosofías contrapuestas ni excluyentes y que no hay nada malo en ninguna de ellas; por lo tanto, ¿por qué ese debate casi de *hooligans* como si fuera el Barcelona contra el Real Madrid? Fundamentalmente porque, en la década de represión financiera que hemos vivido, muchos inversores minoritarios se han apuntado a la etiqueta de *value* confundiendo la filosofía de grandes gestores como Warren Buffett con «comprar cualquier cosa que haya caído mucho y cerrar los ojos esperando que suba».

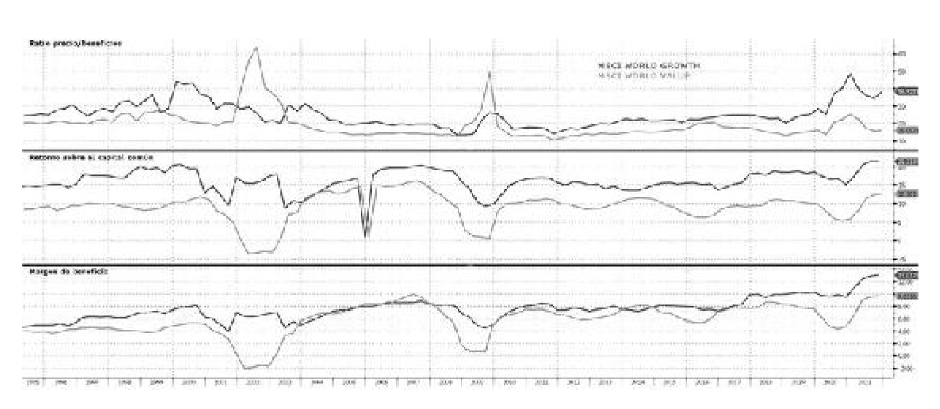
Los excelentes gestores *value* que tenemos en el mundo y en España serán los primeros en negar esa idea de que *value* es comprar cualquier cosa esperando que suba.

Una de las incongruencias en el análisis del desempeño de estrategias *value* contra *growth* se encuentra en la definición de esos sectores. Si analizamos el comportamiento bursátil de ambos grupos en los últimos cinco años, [2] el grupo *value* se encuentra en mínimos históricos con respecto al *growth* . Sin embargo, un análisis más pausado desmiente esa brutal divergencia.

Los bancos de inversión siguen considerando *value* a bancos y petroleras integradas semiestatales, cuando nunca jamás deberían haberse incluido en esa categoría. La gran mayoría de esos valores, sobre todo en Europa, son simplemente sectores de renta de posición con activos cautivos que pierden valor con el cambio tecnológico y la competencia. Del mismo modo, mostrar el espectacular desempeño bursátil del sector *growth* cuando viene explicado por seis valores tecnológicos (Facebook, Amazon, Netflix, Alphabet, Apple, Microsoft) puede llevar a grandes errores, sobre todo cuando se habla de las filosofías de inversión como antagónicas e incluso enfrentadas.

Introducir valores muy tradicionales y enormemente cíclicos en el concepto *value* nos lleva también a ponernos innecesariamente a merced de predecir el ciclo económico en un entorno donde la política monetaria y fiscal hace dichos ciclos más cortos y abruptos y las recesiones más frecuentes, aunque más rápidas. Obstinarse en pensar que un conglomerado europeo está más barato que una empresa equivalente norteamericana que recompra acciones y tiene mayores márgenes empresariales es simplemente ignorar la realidad.

Gráfico 7.1. Ratios de *value* versus *growth*



Fuente: Víctor Álvarez Sanz y Bloomberg.

Todos, como gestores, hemos caído en el agujero de una trampa de valor: una acción de una empresa que parece «ópticamente» barata por valor en libros (ojo, como si eso dictara su precio, cuando ni pueden ni van a vender esos activos) o múltiplos históricos y en realidad siguen «ópticamente» baratas año tras año porque destruyen valor, generan rentabilidad por debajo de su coste de capital y sólo «crecen» comprando activos a precio de oro que luego tienen que provisionar.

Esas trampas de valor las hemos sufrido todos los que gestionamos y, como han enseñado Buffett y Munger, lo mejor es simplemente abandonar y buscar nuevas oportunidades. A todos nos ha engañado un equipo directivo con estimaciones optimistas de recuperación y con planes estratégicos impracticables alguna vez, pero eso no hace a una empresa barata, sino barata porque lo merece. Es una trampa de valor en la que el mercado, cuando sube, lo hace peor que los índices, y cuando baja se desploma más o igual que el resto. En Citadel, como ya hemos visto, las llamábamos «calorías vacías» en una cartera. Acciones que añaden riesgo y beta pero no funcionan en el mercado. Además, suelen prometer enormes aumentos de beneficios «el año que viene», y después se desencadenan las rebajas de previsiones como en un efecto dominó.

No podemos considerar las trampas de valor como *value* ni ver el *growth* como la gallina de los huevos de oro cuando cinco o seis valores dictan toda su evolución bursátil. De ahí el peligro de ver el espectacular avance de una gran tecnológica y pensar que va a ser igual en las europeas o chinas.

Si eliminamos las trampas de valor del segmento *value* y las pocas megacorporaciones tecnológicas del *growth* , encontramos que el diferencial entre ambas estrategias no es tan agresivo y vemos que en su inmensa mayoría es un diferencial justificado por una época de cambio tecnológico sin precedentes en la que la valoración de activos cautivos y la renta de posición ha desaparecido, además de estar en una época de bajísimos tipos de interés y alta liquidez que han impulsado valores con fuerte potencial de crecimiento.

¿Genera este cambio global un cambio de filosofía de inversión? No, y no tiene por qué si no nos agarramos al clavo ardiendo de la aparente valoración «barata» de dinosaurios devoradores de capital ajeno o al espejismo de «beneficios espectaculares eternos» en

empresas fugaces.

El *value* no ha muerto. Lo que ha ocurrido es que muchos bancos de inversión nos han intentado colar en ese concepto a mucho zombi, mucho muerto viviente.

Tampoco podemos pensar que el *growth* es eterno. Siempre vamos a encontrar valores con un crecimiento espectacular y que desplazarán a los que hoy consideramos inexpugnables, igual que ocurrió en el pasado. Las empresas que hoy cotizan a altos múltiplos porque tienen aumentos de ventas, clientes, márgenes y beneficios espectaculares entran luego en período de madurez.

La falsa disyuntiva entre *value* y *growth* suele ignorar la evidencia empírica de las fases del ciclo empresarial. Y pensar que una empresa en declive debe converger a las valoraciones de una empresa en masiva expansión es algo de lo que nos intentan convencer desde el lado vendedor (*sell-side*) del mercado cuando la realidad es la contraria.

Una empresa no se hace más atractiva disfrazando su destrucción de valor con adquisiciones externas. Eso comprime los múltiplos. En conglomerados resulta difícil recordarles a los directivos que una empresa está destinada a fracasar si se dedica a despilfarrar dinero del accionista intentando ser lo contrario de la actividad que la hace competitiva.

Lo que no debemos hacer es comprar algo porque promete fuerte recuperación, fabulosas reestructuraciones y estrategias de ciencia ficción y, cuando incumple, mantenerlo porque es «barato». Éste es un error que todos hemos cometido y que genera sólo frustración y que, sobre todo, nubla nuestra capacidad de buscar otras alternativas más atractivas. Por eso, Buffett se deshace de los valores en los que su tesis de compra no se ha cumplido, aunque estén más «baratos» aparentemente. Lo hace para avanzar y buscar otras oportunidades donde no le mientan o le cuenten películas de «el año que viene sí que sí».

Nada de lo que ha ocurrido en estos años ha invalidado ninguna de las dos estrategias si somos conscientes de que ese concepto tan repetido de «los fundamentales» está cambiando y que no hay nada más fundamental que la política monetaria y los tipos de interés en el cálculo del coste de capital que nos informa sobre la valoración de una empresa.

No caigamos en demonizar la filosofía *value* porque nos han atiborrado el segmento de zombis, dinosaurios y trampas de valor. Y no canonicemos el *growth* cuando seis empresas lo dominan.

Aprender de esa estrategia fue para mí también esencial para formarme una opinión más realista sobre las tendencias globales. Y, aunque nunca he seguido esa forma de gestión al cien por cien, me di cuenta de que, en realidad, sigas la estrategia que sigas, conocer los fundamentales y analizar bien es una obligación.

Recuerda: no hay estrategias buenas ni malas; hay empresas buenas y empresas malas, y las segundas suelen ser peligrosas, porque a veces pesan mucho en los índices. Lo que debemos hacer es poner a las malas en la lista negra y no volver a mirarlas. Nos da una tranquilidad enorme para seguir buscando oportunidades en un mercado enorme, lleno de oportunidades y fantásticas empresas. No hay necesidad de tropezar dos y tres veces en la misma piedra cuando tienes una autopista global llena de estupendas empresas.

Move on up [Avanza hacia arriba], como diría Curtis Mayfield.

8

¿Por qué no sube el IBEX 35?

«¿Cuánto crees que vale ahora la casa?»
«Si descontamos el incendio y la inundación, las expectativas son buenas.»

Recuerdo un día en el que comenté que la bolsa estaba en máximos históricos y un seguidor respondió: «Pero ¿qué dice? El IBEX va fatal».

Mi madre y mi padre compraron acciones de un grupo mediático español tras la Transición como forma de apoyar la gestión y el periódico que, para ellos, significaba la reconciliación, la democracia y la apertura. Casi una década y media después, me dijeron «tenemos estas acciones que no valen nada ahora, pero imaginamos que algún día subirán, nosotros estamos a largo plazo». Tu objetivo al comprar acciones no es defender a nadie que no te defienda a ti ni identificar valor bursátil con apertura democrática, sino comprar generación de valor. «Ay, pero si vendemos igual despiden a trabajadores», me dijo mi madre. Además de ser una idea equivocada, cuando compramos una acción estamos financiando a la empresa para que se fortalezca, crezca y, con ello, el valor de la acción suba, no para que se *zombifique* . Una acción no es una ONG.

No olvidemos que el inversor medio español suele pensar en la bolsa mirando a su índice de referencia. De hecho, la inmensa mayoría mira a las tres o cuatro empresas de mayor peso. Lo mismo ocurre en la mayoría de los países de nuestro entorno.

El IBEX 35, el índice que incluye las treinta y cinco empresas de mayor capitalización de España, incorpora varios factores que lo hacen bastante diferente a otros:

- Tres valores suponen el 34 por ciento del índice.
- El 25 por ciento del índice son bancos.
- Casi el 60 por ciento de las empresas están altamente reguladas y muy sujetas al riesgo político del país, aunque tengan un gran porcentaje de sus beneficios en el exterior.
- Más del 60 por ciento son empresas con bajo crecimiento orgánico y que «compran» crecimiento en el exterior con operaciones corporativas.
- Sólo un 8 por ciento son empresas tecnológicas.
- No es un índice particularmente barato dada la composición sectorial. A cierre de 2021, un P/E estimado de 13,9×, P/BV de 1,3× y EV/IC/ROIC/WACC de 1,2 con una rentabilidad por dividendo de 3,7 por ciento (datos de Bloomberg de 2021).
- Es un índice donde la mayoría de las empresas paga altos dividendos.

Este último punto es clave. Entre 2011 y el final de 2021, el IBEX 35 ha dado una rentabilidad negativa del 1,24 por ciento anual, pero, si incluimos los dividendos, esa rentabilidad ha sido del 3 por ciento anual. No está tan mal, pero sigue siendo muy inferior a otros índices y mercados.

Otro problema del IBEX 35 ha sido la digestión de procesos de internacionalización con compras multimillonarias. Muchas empresas han acudido a reducir su deuda aumentando capital o pagando el dividendo en acciones (que también es aumentar capital). Cuando el número de acciones en circulación aumenta, es más difícil que se revalorice la empresa en bolsa. Es una ingenuidad comparar el IBEX, un índice lleno de bancos y empresas tradicionales y con empresas que suelen aumentar el número de acciones en circulación vía dividendo *scrip* o aumentos de capital, con el índice S&P 500, lleno de tecnológicas y cuyas empresas recompran centenares de miles de millones de acciones anuales y las cancelan. Decir que el primero es «barato» es comparar peras con manzanas.

Si una empresa pone más acciones en circulación, sea pagando el dividendo en acciones o aumentando capital, y nada más cambia, está diluyendo al accionista. Es igual que devaluar la moneda. Están devaluando el valor de tu acción. Si una empresa retira y cancela acciones del mercado, el valor de cada acción individual, con el resto

de factores iguales, aumenta.

Nunca pienses que si te pagan el dividendo en acciones es lo mismo que pagarlo de beneficios retenidos. Lo repetiré las veces que haga falta: pagar el dividendo en acciones es como invitarte a cenar pagando con tu propia cartera.

Nunca pienses que si la empresa recompra acciones y no las cancela es lo mismo que comprarlas y cancelarlas. Lo primero no revaloriza la acción, y probablemente se usen esas acciones después para adquisiciones inorgánicas o para venderlas en el mercado. Recomprar y cancelar sí ayuda a revalorizar la acción, porque deja menos acciones en circulación.

El dividendo, además, debe ser sostenible. En la época de 2008-2011 se escuchaba mucho aquello de «los jugosos dividendos del IBEX»..., pero que las empresas se debiliten por pagar un dividendo que no se pueden permitir no ayuda a revalorizar la acción. Y, como se ha comprobado posteriormente, algunas empresas cuya rentabilidad por dividendo era alta... lo era porque había bajado la acción. ¡Vaya chollo! O peor, porque el dividendo era impagable y, al final, lo recortaron.

Sin embargo, en el IBEX 35 hay valores que han mantenido una política de dividendo prudente, constante y financiada con recursos propios sin debilitar el balance..., y por eso tienen mejor comportamiento que el índice y sus comparables.

El dividendo del IBEX 35 compensa parcialmente la bajada del índice. Adicionalmente, aunque el índice haya tenido un comportamiento pobre, hay valores que han alcanzado máximos históricos, incluso en sectores como las eléctricas, valores muy estables y empresas que han despuntado con mejor rentabilidad que sus sectores. El IBEX es un mal índice en el que hay varias empresas muy interesantes: ¡una empresa eléctrica a máximos históricos a pesar de que sus comparables europeos han caído a mínimos!, ¡un líder en renovables mundial, un líder en textil y empresas cien por cien reguladas que no sólo no han destruido valor, sino que lo han creado!

No podemos pedir peras al olmo. Si los tipos de interés se desploman o el riesgo regulatorio y político sube, un índice como el IBEX 35 va a sufrir.

Además, siendo un índice repleto de empresas «compradoras» de crecimiento en el exterior, la compresión de múltiplos es inevitable.

Hay excepciones, pero la mayoría de esas adquisiciones internacionales han sido destructoras de valor. Y mucho. Sin embargo, los bonos de las empresas del IBEX 35 han sido una excelente inversión incluso en valores que no han parado de bajar año tras año. Otra característica muy específica del IBEX 35 es que tiene grandes empresas y grandes bancos que han centrado su estrategia en fortalecer su balance, y con razón. Sus acciones han sido una mala inversión, pero sus bonos han dado buen rendimiento.

Un índice lleno de bancos y empresas reguladas siempre debe compararse con el bono a 10 años del país, y el IBEX 35 ha demostrado ser una mejor inversión que la renta fija soberana, y también mucho más volátil.

Es más, si tú como inversor piensas que la situación política y económica de tu país es un desastre o tiene mucho riesgo, comprar el índice local no tiene sentido. La excusa de que la mayoría de los beneficios de una empresa vienen del exterior no justifica una inversión local, porque el «efecto sede» (el de dónde radica la empresa) siempre comprime los múltiplos. No es casualidad que alguna empresa del IBEX o del FTSE haya contemplado la posibilidad de trasladar su sede. Porque afecta a su coste medio de capital ponderado.

Y si ves que una empresa tiene que digerir el aumento de deuda tras una batería de compras, recuerda: probablemente sea mejor comprar sus bonos que sus acciones. Cuando la estrategia es reducir deuda y fortalecer balance, la acción de los directores financieros de las empresas del IBEX 35, que son de los mejores del mundo, se concentra en garantizar el pago de los bonos. Fíjate en la renta fija en vez de en las acciones.

Tú, como inversor, no tienes por qué centrar tu cartera en el índice de tu país. Un ciudadano británico, que tiene un índice, el FTSE, que tampoco es nada del otro mundo en rentabilidad, no centra su inversión en valores británicos. En el caso del FTSE pasa algo parecido a lo que ocurre con el IBEX 35: muchas empresas compradoras de crecimiento en el exterior y varios conglomerados destructores de valor con un peso muy alto en el índice.

Muchos se preguntan cómo es que no se lanza una cadena de opas en el IBEX habiendo valoraciones tan «deprimidas». Una empresa se puede hacer inexpugnable ante ofertas de dos maneras: una es

haciéndose más cara que las demás creando más valor, y eso hace una adquisición imposible; y otra manera es haciéndose poco atractiva y llena de píldoras envenenadas para que nadie la quiera comprar. Píldoras envenenadas son, por ejemplo, limitaciones regulatorias y políticas o normas estatutarias que hacen que un posible comprador vaya a perder dinero si toma el control de la empresa.

La manera más efectiva de perder atractivo es acumular activos malos, arriesgados y caros. El objetivo de un líder del IBEX 35 debe ser no caer en la segunda estrategia. Y tienes algunas empresas en máximos históricos, así que seamos realistas y reconozcamos lo que sí ha funcionado.

Hoy, un inversor no tiene por qué obstinarse en comprar acciones del índice local, tenemos toda una paleta de oportunidades en el mundo que nos ofrece crecimiento, rentabilidad y volatilidad controlada. Para eso tenemos gestores profesionales y asesores que analizan oportunidades a escala global.

En España y Latinoamérica, desde Argentina, México o Chile hasta Guatemala o Costa Rica, tenemos unos gestores, analistas y asesores financieros absolutamente admirables, trabajadores incansables y muy profesionales. Es un orgullo conocer a muchos de ellos, y siempre se aprende escuchándolos. Deben ser tu referente también.

Ojalá tuvieran proyección mediática y dieran su opinión sobre todos los temas con la libertad de que disfrutamos algunos. Siempre he pensado que si los grandes profesionales del mundo financiero dieran la batalla cultural como algunos lo hacen en Estados Unidos o el Reino Unido, nuestros países tendrían una población mucho menos dogmatizada, mejor informada y que caería menos en engaños.

Es completamente legítimo que muchos deseen mantenerse ajenos a polémicas, pero nuestros países se beneficiarían enormemente de tener esas mentes privilegiadas en el debate diario, como ocurre en Estados Unidos. Sin duda, aumentaría la cultura financiera y se desmontarían muchos mitos y teorías conspirativas que, desafortunadamente, se esparcen rápidamente por redes y medios sin contestación.

Este libro es también un homenaje a todos ellos. Mis felicitaciones, por lo tanto, a todos los gestores y profesionales de los fondos españoles y latinoamericanos, que siguen trabajando duro para

defender el ahorro de los ciudadanos en una época muy complicada.

9

Expansión cuantitativa o impresión de dinero

«Genio, quiero ser millonario.»
«Concedido.»
«Ahora tengo miles de millones…
de bolívares venezolanos.»

Con el inicio de la recuperación de 2009 llegó una política monetaria mal llamada «expansiva», «extraordinaria» y «temporal», que se extendió durante años y sigue intacta hasta hoy, cuando escribo esto, doce años después. La analizaremos en capítulos posteriores.

No hay nada más permanente que una política temporal que beneficie a los gobiernos. Y la realidad es que esa política monetaria «extraordinaria» o «no convencional» es, en realidad, la más convencional de todas: aumentar la masa monetaria y reducir los tipos de interés. Aunque parece que ¡no se le había ocurrido a nadie antes!

Sí, la política de asalto al ahorrador y devaluación del poder adquisitivo de la moneda es la más antisocial que existe y es también la más convencional de la historia. Desde los emperadores romanos que decidían poner un poco de hierro en los sestercios de plata para emitir más, pasando por los revolucionarios franceses que decidieron imprimir papeles inservibles para repartir riqueza, hasta la política de imprimir bolívares para «crear riqueza» en Venezuela…, no hay nada más convencional que aumentar la masa monetaria en circulación.

El beneficio de esa erosión constante de los salarios reales y los ahorros para los gobiernos lo explica el famoso chiste: «¿Has visto lo que ha subido la gasolina?»; «No, yo siempre echo 20 euros». Se trata de un impuesto silencioso.

Esa política se nos justifica desde unos argumentos

completamente falaces, casi religiosos, con expectativas de crecimiento y mejoras de la economía que no se cumplen; y luego se excusan con las socorridas frases: «Hubiera sido peor»; «No se hizo suficiente» y «Hay que repetir».

Cada vez que los desequilibrios de un Estado se disparan, la «solución» que ofrecen es disolver la riqueza de los ciudadanos y apropiársela vía inflación —el impuesto de los pobres— y devaluación.

En 2009, mi amigo Matt comentaba en la sala de *trading* : «Esta locura no puede durar siempre». Mientras tanto se disparaban los activos de riesgo, las materias primas y los bonos. Entre 2008 y 2009 el balance de los principales bancos centrales [1] se disparó de siete a nueve billones de dólares.

«No convencional», «temporal», «extraordinaria»...

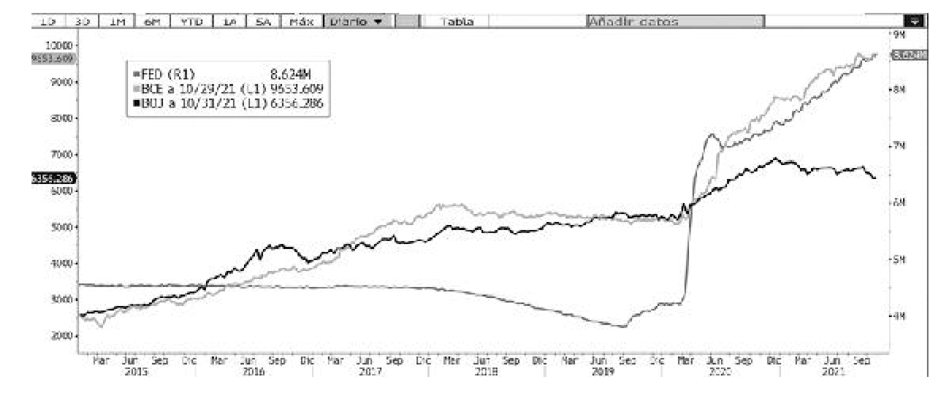
Matt confiaba y creía firmemente en todo lo que decían las autoridades gubernamentales y monetarias: «Daniel, el gobernador de la Reserva Federal lo ha dicho bien claro, es temporal».

El 31 de diciembre de 2021 le envié un wasap de felicitación a Matt. Ponía: «Feliz año nuevo, el balance de los bancos centrales es ya de 30,8 billones de dólares». [2]

No, la expansión cuantitativa que lleva a cabo el BCE o la Reserva Federal no es exactamente «imprimir dinero» como lo entiende el ciudadano. Es expandir el crédito, y, como pasa con todo préstamo, eso implica un riesgo.

¿Qué hace un banco central cuando lleva a cabo esa expansión cuantitativa? Básicamente, lo mismo que un banco comercial. Aumenta su balance comprando activos que considera que son de máxima calidad: bonos del Estado o activos ligados a hipotecas o bonos de empresas de máxima calificación. La deuda de esas entidades es, para el banco central, un activo. ¿Y con qué respalda esas compras? Su respaldo es la demanda de crédito y confianza en la moneda como reserva. Es decir, en el caso del Banco Central Europeo, por ejemplo, se endeuda apoyado por la riqueza y los ingresos futuros del sector privado de toda la eurozona.

Gráfico 9.1. Balance de los principales bancos centrales



Fuente: Elaboración propia.

Su balance aumenta, y, cuando esos bonos se repagan y, con suerte, se han revalorizado, el banco central cancela activos y pasivos.

Con esas recompras, el banco central libera de deuda soberana el balance de los bancos y otros activos y, con ello, se estimula la concesión de crédito a familias y empresas. Adicionalmente, el banco central baja los tipos de interés de referencia y penaliza los depósitos, cargando a los bancos por mantener liquidez. Con ello se supone que se estimulará el crédito y el crecimiento económico.

La expansión cuantitativa (también llamada flexibilización cuantitativa) tiene una ventaja con respecto a financiar directamente con impresión de moneda el gasto público (imprimir dinero a la venezolana o como se hace en Argentina): incorpora una serie de frenos que impiden un masivo repunte inflacionario. Es lo que se llaman mecanismos de transmisión de la política monetaria. Al hacerse a través del sistema bancario y depender de la demanda real de crédito de empresas y familias, si el banco central emite demasiado, el efecto inflacionario se mitiga, ya que no se traslada a los bienes y servicios por destrucción del poder adquisitivo de la moneda, sino que se mueve dentro del sistema financiero. Es cierto que, como hemos comentado, genera alta inflación de activos. Al hacer el activo de menor riesgo, el bono soberano, extremadamente caro (muy bajo cupón), la liquidez y el ahorro se canalizan hacia activos más arriesgados que, en efecto dominó, se encarecen.

Muchos inversores pensarán que eso se contradice con la baja rentabilidad conseguida por la bolsa española, europea o de algunos mercados emergentes. No confundamos hacer más caro un activo con revalorización. Si una empresa ha subido poco en bolsa pero sus

resultados han sido muy pobres, esa empresa sigue siendo más cara.

Esa actividad de recompra puede tener algún sentido, aunque debatible, cuando el banco central percibe que la valoración de esos bonos está injustamente penalizada por el mercado en época de alta aversión al riesgo y miedo, pero no cuando lo que hace la recompra de activos es disfrazar el riesgo real deprimiendo artificialmente las primas de riesgo y la rentabilidad que se exige a dichos activos.

Cuando el banco central pasa de ser proveedor de liquidez de último recurso, en momentos extraordinarios, para convertirse en proveedor de liquidez de primer recurso es cuando las distorsiones en mercados y en la economía se disparan.

Piénsalo por un momento. En el momento de escribir el cierre de este libro, la rentabilidad exigida a los bonos a 10 años de los países de la periferia de la eurozona, incluida España, se encontraba entre 0,25 y 0,9 por ciento. El Banco Central Europeo (BCE) compraba en 2020-2021 el cien por cien de las emisiones de deuda neta de los países emisores de la eurozona. La inflación se había disparado en 2021 por encima del 4 por ciento, y las expectativas de inflación a cinco años subieron al 2 por ciento. ¿Quién compraría bonos a 10 años de Estados con déficits crecientes y muy alta deuda a esa rentabilidad si no los comprara el BCE? Exacto. Nadie.

La siguiente pregunta es ésta: ¿a qué tipo comprarías? Probablemente un 200 por ciento por encima para empezar a pensártelo. Eso es una burbuja.

Una política diseñada para dar tiempo a los Estados para hacer las reformas estructurales necesarias para fortalecer la economía se ha convertido en una excusa para no implementar dichas reformas.

Tras billones de euros de mal llamado estímulo monetario, los resultados no pueden ser más decepcionantes.

El balance del Banco Central Europeo a finales de 2021 ya suponía más del 80 por ciento del PIB de la eurozona, comparado con un máximo del 37 por ciento en el caso de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos. La eurozona mantiene más del doble de paro que Estados Unidos, así como el triple de préstamos de difícil cobro con respecto a los activos bancarios totales.

Los tipos negativos se han convertido en un incentivo perverso que ha blanqueado al populismo. Mientras los gobiernos más despilfarradores mantienen un pulso con la Comisión Europea sobre

presupuestos cada vez más desequilibrados y se atreven a lanzar amenazas si no se les aprueba el exceso de gasto, se financian a mínimos históricos. Hablo de países con déficits estructurales que se niegan a reducir la deuda y cuyos desequilibrios se financian a tipos reales negativos.

Un inversor tiene que mirar un bono a más de cinco años de media en la Unión Europea para que le devuelvan en cupón más de lo que ha invertido. ¿Refleja el riesgo real? No.

Es cierto que el entonces presidente del BCE Mario Draghi, con sus famosas palabras «haremos lo que tengamos que hacer, y será suficiente» [3] y el lanzamiento del programa de expansión cuantitativa, mantuvo el euro cohesionado, y es verdad que no ha parado de alertar de que la política monetaria no es un cheque en blanco y que no se pueden abandonar las reformas, pero ¿quién le escucha cuando el dinero parece gratis? El BCE disfraza el riesgo a corto plazo comprando más del cien por cien de la deuda neta emitida y acumulando hasta el 50 por ciento de la deuda total de algunos Estados, como España.

Los grandes beneficiados de la política monetaria han sido los Estados con mayores desequilibrios. Se endeudan mucho más y pagan mucho menos por intereses. Y, con ello, una política para comprar tiempo y fortalecer la economía se ha convertido en una política para engordar la deuda de gobiernos casi insolventes.

En este entorno de represión financiera, el Banco Central Europeo también ha comprado deuda corporativa. Los más beneficiados por la compra de bonos corporativos de «máxima calidad» del BCE han sido conglomerados automovilísticos alemanes y empresas semiestatales eléctricas francesas, empresas que no necesitaban ningún estímulo.

Los países de la eurozona se han ahorrado más de un billón de euros en intereses de deuda, y eso explica casi el cien por cien de su aparente reducción de déficit, es decir, no han reducido sus desequilibrios, sólo los han enmascarado... A costa del ahorrador y de *zombificar* la economía. Con más de cuatro billones de euros de liquidez excesiva al final de 2021 y tipos negativos, la eurozona no es que crezca poco por falta de estímulos, sino por exceso de ellos. Hay estancamiento industrial, empeoramiento de las expectativas de crecimiento y *zombificación* de los sectores de baja productividad a través de la política de perpetuar las burbujas. Todo lo que se ha

ahorrado un ciudadano medio en coste de hipotecas lo ha perdido con creces en aumento artificial del precio de los activos inmobiliarios.

El Banco Central Europeo ha pasado de ser el prestamista y proveedor de liquidez de último recurso a ser el de primer recurso, y eso es muy peligroso. Sorprende ver cómo desde una entidad que debería velar por la estabilidad de precios y la cordura se han aplaudido medidas muy controvertidas, como los impuestos a los depósitos o los tipos negativos, a pesar de que muchos estudios alertan sobre sus enormes riesgos.

Uno de los efectos más peligrosos de la represión financiera para el inversor es la bajada artificial de las rentabilidades exigidas de los bonos soberanos y el exceso de riesgo que asumen los operadores financieros ante la expectativa de un nuevo programa de QE (expansión cuantitativa) y la previsión de que la política monetaria será todavía más parecida a la del Banco de Japón. Eso disfraza el riesgo real, nos hace más complacientes y nos lleva a un nivel de riesgo mucho mayor que el que desearíamos asumir.

El inconveniente de esas expectativas es que el problema de la eurozona o de cualquier economía no se soluciona con más inyecciones de liquidez y más burbujas. La eurozona está cometiendo los mismos errores de la política monetaria japonesa, pero sin tener el ahorro en dólares de Japón, ni su disciplina ni su balanza financiera.

Gráfico 9.2. Masa monetaria global versus bolsa

Fuente: Elaboración propia.

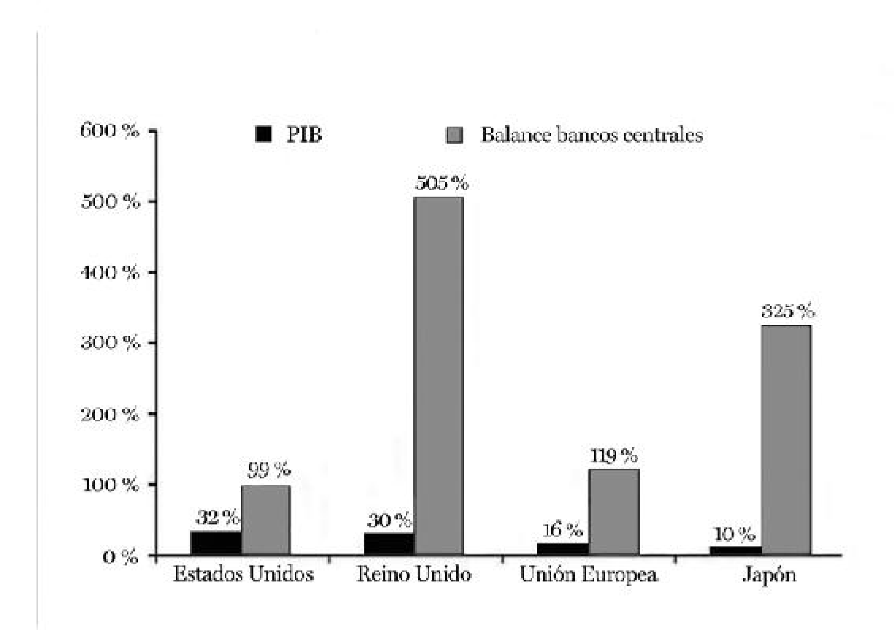
Lo más peligroso de todo es escuchar a inversores y expertos financieros que «blanquean» el exceso monetario sólo porque se

benefician con elevadas valoraciones de activos. Es como defender el consumo masivo de dulces porque te beneficias del alza del precio del azúcar.

Luego, cuando explotan las burbujas, culpan al «mercado» y piden todavía más represión financiera.

La evidencia empírica muestra que estas políticas ni fortalecen el crecimiento ni ayudan a los Estados a reconducir sus cuentas a la estabilidad fiscal. El crecimiento se estanca y se *zombifica* la economía, mientras los Estados se «enganchan» al dinero barato y aumentan sus desequilibrios.

Gráfico 9.3. Crecimiento del PIB comparado con el aumento del balance de los bancos centrales (2008-2018)



Fuente: Elaboración propia a partir de Bank of America Merrill Lynch y Bloomberg.

En un informe titulado «Un libro de calificaciones para la política monetaria no convencional», Deutsche Bank analizó el impacto en la economía de las políticas monetarias «no convencionales», la

flexibilización cuantitativa y los tipos de interés negativos.

Analizando el impacto en los indicadores macroeconómicos desde el principio hasta el final de estas medidas se encontraron los siguientes resultados:

- En ocho de los doce casos analizados, el impacto en la economía fue negativo.
- En tres casos, el impacto fue completamente neutral.
- Sólo funcionó en el caso del llamado QE1 en Estados Unidos, y lo hizo fundamentalmente porque la base de partida era muy baja y el país se convirtió en un importante productor de petróleo y gas.

El hecho de que Torsten Slock, analista de Deutsche Bank, explique que en ocho de los doce casos el impacto fue negativo habla por sí solo.

Una de las grandes falacias del debate económico es que se suele leer que los que criticamos el exceso de política monetaria queremos que no se haga nada. Es muy típico, y resulta un argumento falaz. En mi libro *La gran trampa* , [4] donde hablo en detalle sobre política monetaria, explico que la política monetaria debe ser prudente, limitada por datos específicos (tasa de inflación, paro) y siguiendo reglas empíricas. (Al respecto, puedes encontrar mi conversación con el gran economista John B. Taylor sobre el tema en YouTube.) [5]

Imprimir dinero siempre crea alta inflación.

Imprimir dinero sin prestar atención a la demanda local e internacional, cuando el banco central crea dinero directamente para financiar gasto público, siempre crea alta inflación y miseria. Al hacerlo, destruye el poder adquisitivo de la moneda y acaba generando una inflación desbocada.

Al menos en la expansión cuantitativa (*quantitative easing* , QE), y sin negar sus efectos negativos evidentes, el banco central aumenta su balance para comprar bonos del Estado y valores de máximo valor. Al hacerlo, libera balance de los bancos, que pueden aumentar la financiación a la economía real. Por ejemplo, cuando el BCE compra bonos del Estado, deprime artificialmente la prima de riesgo y fuerza al ahorrador a pasar a ser inversor.

El QE cuenta con límites y frenos frente a la inflación: si la

demanda de crédito no aumenta igualmente, no se produce inflación. El exceso de liquidez hace más caro el bono soberano y genera inflación en activos de riesgo de la bolsa, o en la renta fija. Pero, ojo, porque el exceso termina contaminando también los precios de bienes y servicios.

Uno de los argumentos más utilizados por los bancos centrales ante el aumento de la inflación es que se debe al efecto de cuellos de botella y que el aumento de la demanda ha creado tensiones en la cadena de suministro. Sin embargo, la evidencia nos muestra que, en 2020-2021, la mayoría de las materias primas subieron en un contexto de amplio nivel de capacidad excedentaria e incluso de sobrecapacidad.

Si analizamos la ratio de utilización de capacidad productiva industrial y manufacturera a finales de 2021, vemos que países como Rusia (61 por ciento) o India (66 por ciento) estaban en un claro nivel de sobrecapacidad estructural y una utilización de la capacidad productiva aún varios puntos inferior a la de febrero de 2020. En China era del 77 por ciento, lejos aún del 78 por ciento de los niveles prepandemia. De hecho, si analizamos los principales países del G20 y los principales suministradores industriales y de materias primas del mundo, vemos que ninguno tenía niveles de utilización de la capacidad productiva superiores al 85 por ciento, es decir, lo que ya sería un exceso de capacidad del 15 por ciento en el mejor de los casos.

Uno de los efectos secundarios importantes de la cadena de estímulos monetarios, bajos tipos de interés y programas de estímulo fiscal es el aumento del número de empresas zombis. El Banco de Pagos Internacionales (Bank of International Settlements, BIS) ha mostrado este fenómeno en varios estudios empíricos. Ryan Banerjee, economista sénior del BIS, identifica la política constante de bajar tipos como un factor clave a la hora de entender el aumento exponencial de empresas zombi, aquellas que no pueden cubrir su factura de intereses de la deuda con beneficios operativos. La constante refinanciación de deuda de empresas de dudosa viabilidad también lleva a perpetuar la sobrecapacidad, porque se elimina o limita un proceso clave para el progreso económico, como es la destrucción creativa.

Los bajos tipos de interés y la alta liquidez han perpetuado o

aumentado el exceso de capacidad instalada global en aluminio, mineral de hierro, petróleo, gas natural, soja y muchos otros productos básicos.

¿Por qué sube la inflación si se perpetúa la sobrecapacidad y hay suficiente capacidad de transporte? Nos hemos olvidado del factor más importante: el monetario. O bien quieren hacer que lo olvidemos. «La inflación es siempre y en todo lugar un factor monetario», explicaba Milton Friedman hace muchas décadas. Más cantidad de dinero que se orienta hacia activos escasos, sean inmobiliarios o de materias primas. No suben los precios, baja el poder adquisitivo del dinero.

¿Por qué nos decían que no había inflación antes de la COVID-19 si aumentaba la masa monetaria igual? La gran diferencia de 2020 con respecto al pasado es que la Reserva Federal o el BCE aumentaban la masa monetaria por debajo de los niveles de demanda de dinero (medida como demanda de crédito y utilización de la moneda). Por ejemplo, el aumento de la masa monetaria de Estados Unidos era cercano al 6 por ciento, con una demanda global de dólares que crecía entre un 7 y un 9 por ciento. De hecho, el mundo mantiene una escasez de dólares de unos 17 billones de dólares, según Luke Gromen, de la empresa de análisis Forest for the Trees (FFTT). Esto hace que el dólar o el euro se mantengan relativamente estables, pero no frena la inflación, porque las monedas de reserva del mundo exportan inflación a otros países.

¿Qué pasó en 2020? Por primera vez en décadas, la Reserva Federal y el BCE aumentaban la masa monetaria muy por encima de la demanda, lanzando un efecto bumerán global con tres consecuencias: las monedas de mercados emergentes se desplomaban contra el dólar porque sus bancos centrales «copiaban» la política de la Reserva Federal sin tener la demanda mundial de moneda de que disfruta el dólar (o el euro).

El segundo efecto es que una cantidad desproporcionada de dinero «aparcada» en activos de riesgo se une a más cantidad de dinero a tomar posiciones sobreponderadas en activos escasos. Ese exceso de dinero pasa de estar infraponderado en materias primas a sobreponderado, lo que genera un repunte sincronizado y abrupto.

El tercer factor clave es que se tomaron medidas extraordinarias típicas de una crisis financiera para mitigar una crisis generada por el

cierre forzoso, es decir, que se confundió un problema de cierre forzoso con un problema de falta de demanda de liquidez y crédito, poniendo todavía más dinero del demandado en gasto corriente de Estados que gastaban en actividades de alta intensidad energética.

¿Conclusión? Más dinero en activos escasos no es una subida de precios, sino una bajada en el poder adquisitivo del dinero.

¿Cuál es el riesgo?

La historia del dinero desde el Imperio romano nos dice siempre lo mismo… Primero se crea dinero de manera agresiva con la excusa de que «no hay inflación». Cuando sube la inflación, nos dicen que es «transitoria» o por efectos «multicausales». Y, cuando se dispara, nos dicen que hay que imponer controles de precios y medidas restrictivas a las exportaciones. No es una teoría. Todos los que hemos vivido los años setenta lo sabemos.

Por eso resulta peligroso perseguir valores de renta de posición y conglomerados industriales *value* como apuesta inflacionaria… Porque después vienen los controles e intervenciones gubernamentales en los precios finales, y los márgenes se desploman.

La inflación funciona con inercia: no aumenta cuando empiezas a aumentar la masa monetaria, sino cuando se desencadena ese efecto acumulativo.

En la crisis de 2020, cuando el BCE y la Reserva Federal (Fed) han hecho que la expansión fuese directamente a pagar infraestructuras o a los propios ciudadanos, se ha producido inflación. Pero hay que tener presente que la Fed es el único banco central del mundo que siempre aumenta la oferta de dólares menos que la demanda global, manteniendo el trono del dólar como moneda de reserva mundial.

El 3 de enero de 2022, un periodista me escribió preguntando: «¿Qué va a ocurrir ahora con el final de las políticas monetarias expansivas?».

La política mal llamada «expansiva» es como el viejo anuncio de las patatas Pringles: «Cuando haces ¡pop!, no hay *stop* ». Una vez que abres la caja de Pandora, no hay manera de cerrarla.

10

Subirse a la ola de los bancos centrales

«Desde que me quedo a escuchar las actas de la Fed mientras ceno, no paro de ganar.»
«¿Dinero?»
«Peso.»

Cuando Mario Draghi, siendo presidente del Banco Central Europeo, pronunció sus famosas palabras «haremos lo que haya que hacer, y será suficiente», la expansión cuantitativa llevaba ya muchos años en marcha. Siempre se habla de lo más convencional como si fuera «no convencional». Con esas palabras y el incentivo perverso que genera la política monetaria, se popularizaron dos peligrosas estrategias: *buy the junk* [compra la basura], que significa comprar acciones o bonos de altísimo riesgo y fundamentales muy pobres, porque suben supuestamente mucho más al calor de la expansión monetaria; y *buy the dip* [compra en cualquier corrección], que significa siempre ver una corrección como una oportunidad para aumentar exposición al riesgo, porque la política monetaria te va a acompañar y proteger.

«Esto es tirar a balón parado», se afirmaba en una cuenta de Twitter... Y no lo es. La historia lo ha demostrado.

Las dos peores decisiones de inversión que yo he tomado en mi vida fueron precisamente por caer en ese espejismo de comprar algo que lo había hecho muy mal buscando el apalancamiento a la política monetaria. La acción de una empresa noruega que se había desplomado tras dejar de pagar el dividendo que tenía comprometido y un gigante alemán que llevaba dos años haciéndolo peor que sus comparables. ¡A la lista negra!

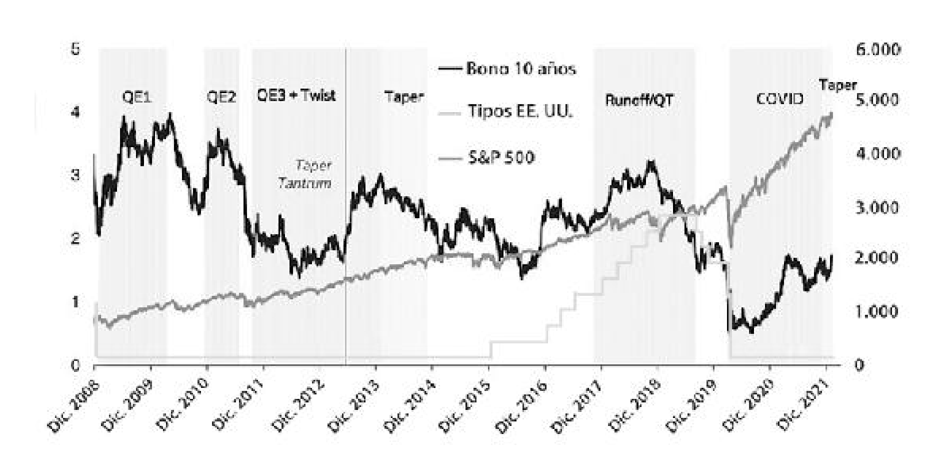
Y es que una de las frases más repetidas en los medios financieros

es ésta: «No luches contra los bancos centrales»; esgrimiendo así el argumento de que hay que invertir en renta variable y especialmente en la parte más cíclica, porque los bancos centrales aumentan la masa monetaria y apoyan los activos de riesgo. Es como decirnos que los bancos centrales van a sujetar las altas valoraciones de los activos de riesgo, de modo que lo único que hay que hacer es cerrar los ojos y... ¡comprad, malditos, comprad!

La realidad nos muestra lo contrario. Seguir al banco central sólo funciona de verdad en Estados Unidos, y particularmente en las empresas tecnológicas, porque los fundamentales acompañan. En Europa, seguir al banco central no sólo es una mala idea, sino que resulta contraproducente.

Lo que se ha vivido en estos años de expansión cuantitativa no tiene nada de expansión orgánica. Veamos por qué... Los programas de QE1, QE2 y QE3 recompraron entre 65.000 y 85.000 millones de dólares de activos por mes. El crecimiento orgánico del balance de la Reserva Federal previo a esos programas no llegaba a 2.000 o 3.000 millones de dólares por mes.

Gráfico 10.1. Balance de la Reserva Federal: tipos de referencia (bono a 10 años y bolsa estadounidense)



Fuente: Deutsche Bank, Bloomberg y Reserva Federal.

El balance del Banco Central Europeo (BCE) se ha expandido más de un 223 por ciento desde 2014 hasta 2021, y el índice STOXX 600, que incluye las 600 empresas más importantes de Europa, se ha revalorizado poco más de un mísero 5 por ciento anual. El IBEX 35, en el mismo período, ha caído casi un 2 por ciento anual, aproximadamente un 2 por ciento de revalorización anual si incluimos los dividendos.

En ese mismo período, el balance de la Reserva Federal ha crecido menos que el del BCE, un 157 por ciento; y el S&P 500 ha subido un 12,5 por ciento anual; el Nasdaq (tecnológicas de Estados Unidos), un 18,5 por ciento, y el Russell 2000 (empresas de baja capitalización), un 9 por ciento anual. Si lo analizamos en euros, para comparar, la subida sigue dejando a la bolsa europea muy lejos (14 por ciento, 21 por ciento y 11 por ciento). [1]

El «don't fight the Fed» [no luches contra la Fed] puede ser correcto en Estados Unidos, donde la identidad entre empresas y accionistas minoritarios es mayor, pero, desde luego, «don't fight the ECB» [no luches contra el BCE] no sólo es falso en renta variable, sino que se puede luchar contra el BCE cuando uno lo desee. La política del BCE ha apoyado los bonos soberanos dejando las rentabilidades de Estados insolventes a niveles ínfimos y generando con ello una enorme burbuja en bonos; pero ¿y en renta variable? Muy poco.

Ya hemos hablado del impacto en activos de riesgo y del efecto placebo de los planes de expansión monetaria, pero escucharás con frecuencia la palabra *tapering* , o retirada gradual de los estímulos.

El *tapering* no es eliminar los estímulos, sino reducirlos. Y eso genera una falsa sensación de euforia, pero disfraza el riesgo acumulado. El *tapering* suele sacar los colores a muchos activos de riesgo e inversiones muy arriesgadas, porque aumenta la volatilidad y porque el efecto de expansión de múltiplos se desvanece. Ya lo vivimos en 2018 con el llamado *taper tantrum* (rabieta de retirada de estímulos), cuando las bolsas reaccionaron a la baja de manera muy agresiva ante una subida de tipos más que anunciada. Aquellos más expuestos a activos cíclicos sufrieron mucho más.

En período de *tapering* , cuando has aumentado mucho tu exposición al riesgo, incluso una subida moderada de tipos puede generar mucha volatilidad y caídas abruptas en la bolsa. En esas circunstancias, muchos de los mal llamados sectores «defensivos» o

value caen más que los índices por ser también los más cíclicos. Es ahí donde la construcción prudente de carteras te puede ayudar a buscar oportunidades.

En diciembre de 2021, con la inflación disparada, la Reserva Federal tuvo que reconocer que la agresiva política monetaria es el factor clave para entender las subidas de precios. Tuvo que dar un giro de 180 grados a su política de mantener las recompras y tipos bajos aunque subieran los precios a los consumidores.

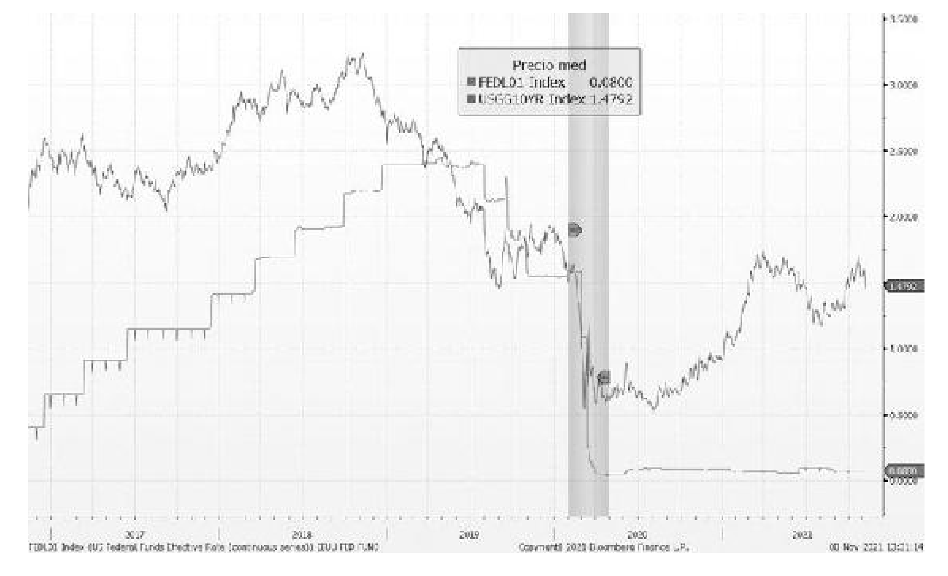
Sin embargo, el riesgo del *tapering* es que se mantienen agresivos desequilibrios.

La Reserva Federal estimó que la inflación subyacente se mantendría por encima del 2,7 por ciento en 2022 y que estaría por encima del 2 por ciento en 2023 y 2024. Eso significa que el índice de precios de consumo (IPC) probablemente sería cercano al 4 por ciento en ese período. Pues bien, *tapering* significaba mantener un salvaje nivel de recompras de casi 60.000 millones de dólares mensuales y que los tipos estarían por debajo de la inflación subyacente hasta 2024. ¡Vaya «retirada de estímulos»! Es como pasar de comerse veinte churros al día a comerse diez y llamarlo dieta.

Una reducción modesta, dada la magnitud y el alcance de un programa de estímulos excesivamente agresivo y hasta contraproducente que ha estado demasiados años activo, mantiene el sentimiento de burbuja y el exceso de riesgo. Nadie puede entender qué hace la Reserva Federal comprando activos ligados a hipotecas con el mercado inmobiliario en máximos históricos o subiendo tipos al 2,1 por ciento con la inflación por encima del 5 por ciento.

Pero, cuando hace *tapering* , la Reserva Federal está haciendo algo más importante y clave: está generando mucha mayor demanda de dólares y absorbiendo ahorro del mundo hacia Estados Unidos, al hacer la inversión más segura (el bono a diez años de Estados Unidos) aún más atractiva para los inversores globales.

Gráfico 10.2. Tipos de referencia de la Reserva Federal versus rentabilidad del bono estadounidense a 10 años



Fuente: Bloomberg Finance, 2021.

La Reserva Federal suele tomar las riendas y deja al BCE con el paso cambiado y la política equivocada.

El BCE se encuentra entre la espada y la pared porque no puede llevar a cabo una acción decisiva, ya que los Estados se han acostumbrado a una monetización sin precedentes que ha llevado al balance del BCE a ser un 81 por ciento del PIB de la eurozona a final de 2021, comparado con un 37 por ciento de la Reserva Federal con respecto al PIB de Estados Unidos.

Si el BCE reduce su política mal llamada expansiva, habrá Estados, como el español —que ha disparado su deuda entre 2018 y 2022 y no para de aumentar su déficit estructural—, que no podrían soportar la más leve subida de tipos. Por otro lado, si el BCE mantuviese su enorme programa de recompras y tipos negativos, el impuesto inflacionario y el estancamiento pueden condenar a la eurozona a una estanflación que algunos países ya vivieron en el pasado.

El BCE se ha lanzado a la *japonización* de Europa y ahora no puede dar marcha atrás.

La Reserva Federal pone siempre de manifiesto por qué el dólar es la moneda de reserva del mundo y por qué nadie debería copiar la política de la Fed sin la demanda global de moneda de que disfruta el dólar. La Reserva Federal se puede permitir un cambio brusco de política monetaria y ver cómo los mercados lo premian y se atrae más

demanda de dólares. El euro no permite ese lujo.

Debemos ser especialmente cautelosos a la hora de creer en el efecto placebo mágico de los bancos centrales. El inversor europeo debería haber aprendido ya que el BCE no regala rentabilidad en bolsa, y el inversor global debe recordar que el banco central no te rescata de malas inversiones.

La política monetaria expansiva es como si entraras en un gimnasio el 1 de enero para perder unos kilos y te encontraras que el dueño ha dejado en la entrada del recinto un enorme bufé de deliciosos bollos, pasteles, embutidos, panes, carnes y pescados con un minúsculo cartel anunciando: «COME LO QUE QUIERAS, PERO CON MODERACIÓN ». No pararías de comer. Y luego te echarían a ti la culpa de haber engordado.

El banco central te puede decir que todo va bien e incluso incentivar el riesgo. Lo que no va a hacer es salvarte si te quedas en la cresta de la ola cuando rompe. No olvides nunca que serán entonces los mismos bancos centrales los que dirán que el mercado se desploma o que ha habido una crisis por «toma excesiva de riesgo».

11

¿Qué bono escoger?

«¿Cuál es la diferencia entre un bono y un hombre?» «Que los bonos maduran.»

Conocí a José Miguel Maté, consejero delegado de la mayor sociedad de valores y gestora independiente de España, en 2011. Coincidimos en un par de ocasiones, pero no teníamos una relación estrecha. El mercado sufría masivamente por los riesgos en la eurozona y José Miguel había grabado un vídeo explicando el entorno de manera clara, sin paños calientes, y dando un balance serio que contemplaba riesgos y oportunidades. [1] Un año después, me enviaron otro vídeo suyo explicando qué son las acciones preferentes. [2] Fue la primera vez que escuché a alguien explicarlo de manera adecuada. Diferenciaba un instrumento que había existido durante muchos años, las acciones preferentes, de la idea falsa que se había transmitido de ser un producto sin riesgo, como «algo parecido a un depósito». Parecía una obviedad, pero José Miguel tenía que explicar que si un producto financiero te ofrece un 7 por ciento de rentabilidad cuando el bono del Estado daba un 3 por ciento, no es un producto de bajo riesgo, sino de altísimo riesgo. Nadie regala euros a céntimos. Un activo que ofrece un tipo «gancho» del 7 u 8 por ciento no es «como un depósito». ¿Y qué recomendaba al final del vídeo? Esto: «Si invierten en cualquier activo financiero, dejen de lado ese voluntarismo de pensar que mi entidad financiera me va a asesorar [...], busquen un asesor financiero independiente». Y, lo que es más importante, añadía: «Espero que esto sirva para que diferenciemos entre vender y asesorar». Excelente.

Pasaron varios años en los que José Miguel y yo coincidimos pocas veces, y en 2015 charlamos en la cafetería de un hotel en

Londres sobre proyectos e ideas uniendo un análisis macro crítico, independiente y diferenciado con la estrategia de gestión e inversión que permite sacar el máximo partido a la visión individual sin olvidar el espíritu de equipo. Nuestra coincidencia fue total. Me presentó a Jacobo, encargado de la gestora y uno de los inversores de más talento del país. Pocos meses después estábamos trabajando juntos y forjamos una gran amistad.

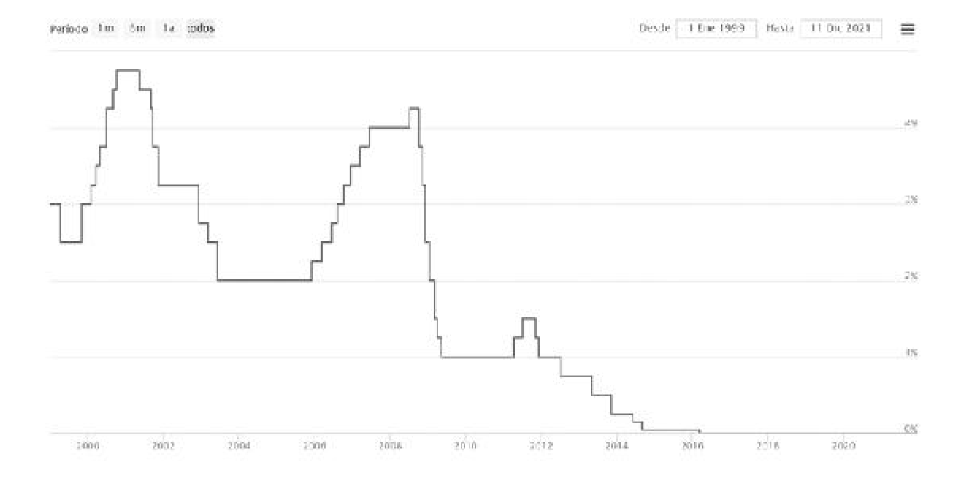
Cada semana tenemos un comité de inversión, y la pregunta era la misma que se había hecho Bill unos años antes: ¿merece la pena invertir en renta fija cuando los tipos son tan bajos y la inflación elevada? Es difícil encontrar valor, pero los expertos lo encuentran.

Desde 2011, llevamos años en los que sólo vemos bajadas de tipos. Y eso que antes también habíamos vivido un período de bajadas continuadas. A ti te parecerá normal que las hipotecas se concedan a un 0,5 por ciento a cuarenta años, pero es una anomalía..., y muy peligrosa.

La política de tipos bajos y expansión cuantitativa empezó mucho antes, pero ha sido la eurozona la que ha implementado tipos negativos y expansión casi ilimitada de manera más agresiva.

En 2012, el entonces presidente del BCE Mario Draghi lanzó sus famosas palabras: «... haremos todo lo que sea necesario...». Con ellas estaba lanzando el mayor período de represión financiera de la historia de Europa. Desde entonces, el balance del Banco Central Europeo se ha multiplicado. Entonces, los tipos (el precio del dinero) estaban al 0,75 por ciento... Y parecían bajos tras haberse reducido desde el 4,25 por ciento. (Véase el gráfico 11.1.)

Gráfico 11.1. Tipos de interés históricos del Banco Central Europeo (del 1 de enero de 1999 al 11 de diciembre de 2021)



Fuente: Banco Central Europeo.

En 2019, Draghi habló en el foro anual del BCE en Sintra (Portugal), dando a entender que reduciría aún más la facilidad de depósito y la posibilidad de empezar de nuevo a comprar deuda. La facilidad de depósito es lo que se paga a las entidades financieras por mantener liquidez en el banco central. En el caso europeo, es una tasa negativa, es decir, se penaliza la prudencia de las entidades financieras —les cobran por tener dinero depositado—. Es una manera de «obligar» a prestar; es decir, de que te cueste dinero mantener liquidez ociosa.

Los bonos soberanos subieron con fuerza y las rentabilidades tocaban mínimos porque el banco central compraba una enorme cantidad de ellos. Cuando un bono sube de valor, la rentabilidad exigida baja. Sube el bono, baja la rentabilidad.

La cotización del bono soberano a diez años es el tipo de interés o la rentabilidad que ofrece a los inversores. Cuanto mayor sea el riesgo de invertir en dicha deuda, mayor será el tipo de interés que tendrá que ofrecer a los inversores para que la adquieran. ¿Cuál es el problema? El problema viene cuando el banco central disfraza el riesgo bajando artificialmente la rentabilidad exigida. Es decir, el bono a 10 años puede estar cerca del 0,3 por ciento en países periféricos, pero ésa no es la medida de su riesgo real. El banco central compra la inmensa mayoría de lo que emite —en el caso de la eurozona, el cien por cien de las emisiones netas— y, por lo tanto, disfraza así el riesgo. Por eso, con mucho mayor déficit y más deuda,

la prima de riesgo «baja».

La prima de riesgo de España se define como la diferencia entre el bono español a 10 años y el bono alemán a 10 años. Si está artificialmente baja porque el Banco Central Europeo recompra el cien por cien de las emisiones netas de esa deuda, no sólo da una sensación falsa de estabilidad y solvencia, sino que incentiva al Estado a seguir aumentando los desequilibrios y disparar el déficit, porque «no pasa nada».

Para que te hagas una idea, en el año 2000 el tipo de interés de referencia del BCE estaba en el 4,25 por ciento. En diciembre de 2011, el tipo de interés estaba en el 1,25 por ciento. Al cierre de este libro, en 2021, nos encontrábamos ya en el cero por ciento. Es decir, se ha disfrazado de tal manera el riesgo que se ha disparado la deuda y los déficits, y, además, los bonos soberanos cotizan como si hubiera mejorado la solvencia. Una barbaridad.

¿Por qué nos encontramos en esta situación? Como escribí antes, la política monetaria ha pasado de ser una herramienta para apoyar reformas a convertirse en una excusa para no hacerlas. Se premia al endeudado a costa del ahorrador y se destruye la prudencia, incentivando el riesgo extremo.

Pero, para ver cómo hay que invertir en bonos en esta situación de mercado, debemos saber cómo funcionan y conocer su riesgo. Hagamos un repaso desde la deuda más segura a la más arriesgada, como lo explicó Gonzalo, gestor de renta fija.

Cédulas hipotecarias

Estos bonos están supeditados exclusivamente al pago de las hipotecas, pero en ningún caso a la situación del banco. Si éste quiebra, el poseedor de la cédula no asume ningún riesgo. Hay varios tipos de cédulas, unas que son menos arriesgadas (aquellas vinculadas con primeras viviendas) y otras en las que el inversor arriesga más al ser una cédula que presenta mayor riesgo de impagos y que normalmente no es primera vivienda. En todo caso, las cédulas no están vinculadas a los movimientos de mercado, sino a la solvencia del emisor.

Pagarés

Este tipo de inversión es una inversión en renta fija emitida al descuento. Son títulos con cupón cero emitidos al descuento, es decir, que su rentabilidad se obtiene por diferencia entre el precio de

compra y el valor nominal del pagaré que se recibe en la fecha de vencimiento. Suele ser un instrumento a corto plazo, normalmente a uno, tres, seis, doce y dieciocho meses. Sirven para dar liquidez a las empresas y suelen tener rentabilidades atractivas con respecto a la deuda soberana, aunque no tienen ningún tipo de garantía específica, salvo la de la propia empresa.

Bonos sénior (deuda sénior)

Es la deuda más común emitida por empresas y bancos. Es la deuda de mejor calidad crediticia posible. El inversor se sitúa por delante del resto a la hora de cobrar si ese emisor quiebra.

Debemos diferenciar dos tipos:

1. Bonos *preferred* [preferentes]. Son aquellos que no tienen capacidad de absorción de pérdidas en el supuesto de que la empresa o la entidad entre en concurso de acreedores. A diferencia de las cédulas, estos bonos están dentro del balance, se usan como fuente de financiación y no computan para los colchones de capital que exige la regulación.
2. Bonos *non preferred* [no preferentes]. Estos bonos se crearon a principios del año 2017 y buscan incrementar los colchones anticrisis, tal y como obliga el regulador europeo. Por tanto, a diferencia del anterior, este tipo de bono tiene la capacidad de absorber pérdidas. En otras palabras: debe tener una mayor remuneración que los anteriores por asumir mayor riesgo.

Esta categoría de bonos se coloca en tercer puesto en el orden de prelación automática en el caso de tener que asumir pérdidas. Por delante de ellos están las acciones de la entidad y los bonos de máxima categoría. Pero, cuidado, no pienses que estos bonos dan mejor rentabilidad por poco riesgo. Dan mejor rentabilidad porque tienen mucho más riesgo en caso de quiebra o dificultades financieras.

Moody’s explica que la deuda no preferente «es positiva para el crédito de los tenedores de estos instrumentos porque absorberá pérdidas antes que los depósitos y otros tipos de deuda sénior en caso de una resolución o una insolvencia». Es decir, que el inversor puede perder todo su dinero y debe ser consciente de ello.

Bonos subordinados

Tienen mayor posibilidad de impago que los anteriores. Las rentabilidades son más elevadas porque se asume mayor riesgo. Por tanto, lo más importante para invertir en estos bonos es la confianza en el emisor. Si una empresa nos da confianza (baja deuda, incremento de ventas, incremento de caja, etcétera) debemos invertir preferiblemente en este tipo de bonos que en los bonos sénior, porque nos generan una mayor rentabilidad con un riesgo que hemos analizado adecuadamente.

Deuda híbrida

Es deuda de empresas que computa al 50 por ciento como pasivo y al 50 por ciento como capital. A cambio de un riesgo extra, las compañías pagan por ella un cupón mayor que por los bonos sénior, ya que pueden dejar de pagar el cupón si empeora la situación de solvencia. Por eso las agencias de calificación la consideran casi capital.

Participaciones preferentes

Suelen ser perpetuas. Están condicionadas a que haya beneficio distribuible y se cumplan las ratios de recursos propios. El año que no se paga el cupón, se pierde, porque no es acumulativo.

Bonos convertibles contingentes (CoCos)

Son productos nacidos de las nuevas medidas de exigencia de capital impuestas en el marco de los acuerdos de Basilea III, que obligan a los bancos a tener una estructura mucho más conservadora, imponiendo límites al apalancamiento y exigiendo unas mayores reservas con el objetivo de hacer frente a escenarios adversos. En el nuevo entorno de Basilea III, los CoCos se han convertido en un recurso muy habitual de los bancos para cumplir con los requerimientos de capital, ya que suponen una fuente de capital más barata que las acciones y han sido muy favorecidos por la coyuntura regulatoria, puesto que nacen con el objetivo de recapitalizar los bancos en caso de necesidad de forma previamente acordada. Los CoCos permiten una recapitalización preacordada de la entidad financiera mediante conversiones en acciones o quita de capital al ocurrir una contingencia. Esta contingencia suele activarse cuando el capital de máxima calidad cae por debajo de determinado nivel. En el caso de que se active el nivel, el patrimonio invertido se puede convertir en acciones o sufrir una quita.

No deberías sorprenderte al comprobar que muchos de estos

productos tienen un elevado riesgo y que no son «chollos».

Si algo aprendí de gestores de renta fija como Andrew o Gonzalo es que los bonos suponen mucho mayor riesgo a medida que ofrecen mayor rentabilidad, y que esa relación no es lineal. A medida que se aumenta la represión financiera se aumenta exponencialmente el riesgo que debes tomar para conseguir algo de cupón. De hecho, si el banco central, al comprar una gran parte de las emisiones, hace el bono de menor riesgo (el alemán) extremadamente caro y con rentabilidad real y nominal negativa, entonces la cantidad de riesgo que tomamos como inversores en un CoCo comparado con su rentabilidad también es muy elevada. Es decir, el Banco Central disfraza el riesgo de los bonos soberanos y, con ello, empuja a los inversores a tomar mucho más riesgo en productos más complejos. Esto, a su vez, hace que la rentabilidad exigida a bonos mucho más arriesgados sea menor que lo que justificaría su perfil de riesgo.

No olvidemos que muchos de estos productos, al igual que las participaciones preferentes, se han creado para garantizar la conversión en capital ante situaciones de estrés financiero.

Dado que la represión financiera de los bancos centrales hace que el mercado de renta fija soberano sea cada vez más caro, el recorrido de estos bonos más arriesgados se extiende. ¿Cuándo se da la vuelta? Ante una fuerte subida de tipos que lleve al bono soberano a caer y aumentar la rentabilidad exigida, un fuerte aumento de la inflación, un cambio radical en el apetito por el riesgo.

A medida que los inversores toman más riesgo para conseguir algo de rentabilidad, el exceso de optimismo puede llevar a tomar decisiones equivocadas o a acumular productos cuyo riesgo es demasiado alto. Por eso es tan importante analizar con cautela la capacidad de repago de los bonos.

¿Dónde está el final? Sólo lo sabremos cuando el efecto placebo de los bancos centrales deje de surtir efecto. Eso ocurre cuando las perspectivas de crisis aumentan, aunque el banco central siga recomprando bonos soberanos.

En bonos no conviene jugar a las sillas musicales porque cuando para la música el inversor más modesto no sólo no tiene silla sino que cae al precipicio.

Gonzalo me dijo un día: «Que haya mucha demanda de un bono no significa que sea mejor». Hay que analizar con enorme detalle la

solvencia y capacidad real de repagar la deuda del emisor para no volver a caer en pensar que una acción preferente o un bono convertible es «como un depósito».

Asesórate con profesionales independientes y recuerda las palabras de José Miguel… Vender no es lo mismo que asesorar.

12

Inversión inmobiliaria y burbuja: ¿malvado mercado?

«Este piso es baratísimo.»
«¿Cómo lo valoras?»
«No lo valoro, lo vendo.»

El inversor minoritario español, como explicaba en un capítulo anterior, suele caracterizarse por invertir en lo que mi amigo José Miguel llama «TSL»: Telefónica, Santander y «ladrillo».

Por la misma razón por la que los inversores de mi edad o mayores invierten en una «marca» reconocida, un gran nombre que les inspire confianza, como un banco o una empresa «bandera», muchos jóvenes invierten en un «token» de una marca o nombre reconocido. El valor intangible de esa marca es reconocido nacional o mundialmente.

¿Por qué viven los españoles en un país de propietarios? Porque los ciudadanos no son tontos ni tienen amnesia.

La decisión consciente de los ciudadanos españoles de invertir en un piso —en «ladrillo»— durante generaciones no se debe a que sean malos, tontos o inversores poco cualificados, sino porque son mucho más listos de lo que creemos. Saben, década tras década, que la inversión inmobiliaria les ha ayudado a batir la inflación y escapar de la destrucción de la moneda por el banco central —ya fueran las devaluaciones constantes de la peseta hace ya unos años o la destrucción de poder adquisitivo del euro, lenta, suave, gradual y casi imperceptible pero inexorable.

No sólo era una inversión o protección frente a devaluaciones: la vivienda en propiedad daba acceso a la clase media, y ayudó al establecimiento en núcleos urbanos de una sociedad que pasaba de

trabajar en la agricultura a la ciudad y al sector servicios. Entre los años cincuenta y setenta del siglo XX , el acceso a vivienda relativamente barata, el auge de la construcción y el acceso a crédito de una sociedad que emigraba hacia las ciudades buscando mejores oportunidades fueron aspectos claves de la creación de una clase media relevante.

No es una casualidad que el ciudadano medio equipare vivienda en propiedad con seguridad y estabilidad. La vivienda en propiedad no sólo protegía a las familias de la inflación, sino que suponía un verdadero plan de pensiones en activos reales. La vivienda se convertía en un factor esencial de ahorro en un país en el que la inversión era limitada y la complejidad y diversificación del sector financiero era muy limitada.

No podemos olvidar que España sufrió la lacra del control de capitales durante décadas. Es normal que, ante un sistema represivo en el que el ciudadano no puede hacer con su dinero lo que desee ni invertir donde considere, se busque el sector inmobiliario como una opción perfectamente válida. De hecho, era una necesidad.

España, además, vivió el bum del turismo, y la inversión en segunda vivienda se convirtió en casi una tradición para aquellos que tenían unos ahorros. En un país donde las familias tradicionalmente «veraneaban» o pasaban sus vacaciones casi siempre en el mismo sitio y en los mismos períodos del año, tenía todo el sentido invertir en un activo inmobiliario como segunda vivienda. No es casualidad que se lo llame «segunda vivienda» o «segunda residencia». Es que lo era. Era un activo en el que la familia vivía hasta un tercio del año, si sumamos todos los períodos de vacaciones de los hijos.

La inversión inmobiliaria no sólo incluye viviendas. Puede incluir centros y locales comerciales. Se trata de otro tipo de demanda, la cual está mucho más ligada al ciclo económico, a la atracción de ventas cautivas y periféricas y a la localización de los entornos favoritos para hacer compras (*clusters* o concentraciones de comercios en un área frecuentemente visitada).

La inversión en vivienda es profundamente cíclica y muy dependiente de los factores reseñados: demanda marginal creciente, inflación, ciclo económico, etcétera.

Invertir en activos inmobiliarios hoy es mucho más que comprar un piso.

Es muy típico escuchar a los ciudadanos hablar de la preferencia por comprar una vivienda en vez de alquilar «por tener algo en propiedad», pero para ello debemos tener en cuenta la realidad de la movilidad laboral (ya es más difícil pasar décadas en la misma ciudad y en el mismo trabajo) y la cantidad de capital que se aporta en una compra de vivienda. Un piso no es «tuyo» mientras estás aún pagando una hipoteca a 40 años, y durante los primeros tres a cinco años sólo pagas intereses. Y recuerda… En España, una hipoteca no es igual que en otros sitios. Es, en realidad, un préstamo personal con garantía hipotecaria.

Sin embargo, los dramas de desahucios, hipotecas ejecutadas y bancos inhumanos pueblan la cultura popular.

No vamos a obviar el drama humano que suponen los desahucios, pero tampoco me parece que debamos concentrar toda nuestra solidaridad en el que se endeudó y compró con una hipoteca, sin incluir en nuestro pensamiento a los que ahorraron y no se entregaron a la fiesta inmobiliaria de «a largo plazo todo sube», o también a los que alquilaron y asimismo perdieron sus casas. Sin embargo, estos dramas personales derivados de una crisis no se solucionan con subvenciones, impagos, cambios de reglas retroactivamente y patadas hacia delante.

Las burbujas se evitan no incentivándolas. Es así de fácil… y de difícil.

¿Quién incentiva una burbuja inmobiliaria o de cualquier tipo? El que baja los tipos de interés muy por debajo del nivel de equilibrio y la inflación, el que aumenta masivamente la masa monetaria para «que fluya el crédito», el que penaliza a los bancos por no prestar… El banco central.

¿Quién se beneficia más de una burbuja inmobiliaria? No es casualidad que países muy diversos, desde China hasta Suecia o Islandia, hayan tenido enormes burbujas inmobiliarias. El mayor beneficiario es el Estado. Se dispara la recaudación de impuestos, se crea «empleo» en construcción y vivienda, se hace creer a los ciudadanos que son más ricos y se dispara consecuentemente el gasto público al calor de esa burbuja. En España, el gobierno recaudaba hasta 40.000 millones de euros anuales extraordinarios por el exceso inmobiliario, que nunca volvieron.

Entre 2001 y 2007, en plena burbuja, los ingresos fiscales totales

de España crecieron un 65 por ciento, y, con ellos, aumentaron los gastos, que crecieron en un 56 por ciento. España tuvo superávit fiscal durante tres años por ese exceso de ingresos debido a la burbuja inmobiliaria. Cuando pinchó, los ingresos —estimados por el Banco de España en 40.000 millones extraordinarios anuales— desaparecieron, pero el gasto se mantuvo, e incluso se disparó más debido al aumento del paro. En poco más de dos años se pasó de un superávit del 2 por ciento a un déficit del 11 por ciento.

¿Por qué es más peligrosa una burbuja inmobiliaria? Por el elevadísimo impacto de la inversión y la deuda de una familia, por el peso en su patrimonio que supone una vivienda.

Una burbuja en acciones o en bonos tiene un impacto muy limitado. Pierde dinero el que ha invertido, y suele ser una cantidad relativamente asumible —y, en la mayoría de los casos, es dinero que estaba ahorrado—. Eso no significa que sea irrelevante, pero no hay comparación con una burbuja inmobiliaria.

¿Sabes que el origen de la mayoría del otorgamiento de hipotecas basura se debía a empresas públicas? ¿Por qué daban dos entidades públicas estadounidenses —Freddie Mac y Fannie Mae— hipotecas basura sin respaldo alguno a personas que no las podían pagar? Porque querían incentivar la propiedad y eran los primeros que se creían eso de que «las casas nunca bajan». Si no la puedes pagar, la vendes e incluso ganas un dinero. Craso error.

Las cajas públicas o las entidades de crédito público no se apuntaban a la burbuja inmobiliaria porque buscasen un riesgo altísimo, sino por lo contrario. Pensaban que el inmobiliario es el crédito más seguro y más soportado por activos de valor creciente.

Las burbujas siempre se generan en activos donde tú y yo pensamos que no hay riesgo. Por eso acumulamos exposición por encima de nuestras posibilidades, por eso los bancos prestan más en ese activo, por eso los gobiernos lo incentivan.

No. Las burbujas no ocurren en donde todos estamos preocupados y vemos riesgo, es al revés.

No se puede generar un aumento de exposición inversora y deuda a un riesgo de tal calibre si la mayoría de los agentes económicos no piensan que es muy seguro.

Pero, dado que no podemos evitar la represión financiera..., ¿cómo nos protegemos del riesgo de una burbuja? Con cultura

financiera y conocimiento del riesgo.

Debemos aclarar algo. La responsabilidad crediticia no es compartida al 50 por ciento-50 por ciento entre el prestatario y el prestamista. Nunca lo ha sido. El que pide prestado debe saber dónde se mete y siempre tiene que asumir que puede perder todo su dinero. Por algo es el que pide. Nadie obliga a pedir prestado.

Recordemos también que las hipotecas en España son baratas, accesibles y generosas en sus condiciones porque se avalan con la totalidad de los bienes de la persona que las contrata. No son hipotecas a la anglosajona, donde el préstamo está cubierto sólo por la vivienda. Son préstamos personales con garantía hipotecaria. Por eso son más baratos y con condiciones más generosas.

La dación en pago ha existido siempre, lo que pasa es que hacía las hipotecas más caras y por menos años. Y, por lo tanto, el público no las quería. Muchos contrataron una y escucharon en casa o en el trabajo que estaban tirando el dinero. «A largo plazo todo sube», se dice, «te dan el 120 por ciento del precio del piso durante 35 años, y tú vas y lo rechazas».

Cuando yo firmé mi primera hipoteca, el notario me leyó una lista de riesgos que casi me hizo desmayarme. La información es esencial, y valorar todos los riesgos que nos comentan es prudencia. Luego, nos convencemos con el «pero, hombre, si pasa cualquier cosa vendes la casa y te sacas un beneficio». Burbuja.

El banco no es tu amigo, no es tu familia y no es una ONG. Creer con los ojos cerrados lo que nos cuenta el que nos vende un producto es igual que ir a un supermercado y comprar sin leer los ingredientes y el precio.

El derecho a una vivienda digna no es el derecho a «comprar» una vivienda digna.

El cuento de que alquilar no es una opción es parte de la cultura burbujera. «Quiero algo mío», se oye…, cuando la propiedad no existe hasta que la deuda se cancela.

Es precisamente porque hemos tenido un sistema como el español por lo que se ha disfrutado de unas condiciones para el comprador, tanto en precio como en derechos, francamente inigualables, comparadas con las que había en países de nuestro entorno.

De nuevo, la falta de libre mercado nos ayudó a perpetuar la burbuja con opacidad, cuentos de estadísticas inventadas, ministros

que parecían portavoces de promotoras e informes de supuestos expertos diciendo que la «burbuja inmobiliaria es un mito».

Cultura financiera y apertura. Libre mercado

Siempre digo que si los precios de las casas cotizasen en el mercado abierto diario como las acciones o los bonos, mucha gente no vería tanta seguridad. Una de las razones por las que pensamos que el activo inmobiliario es muy seguro es porque no vemos la fluctuación diaria o mensual de las transacciones en nuestro vecindario. Si las viéramos, a lo mejor nos daba un ataque al corazón ante la volatilidad real.

Si los ciudadanos analizasen elementos tan simples como la rentabilidad por alquiler —si merece la pena comprar o no—, la capacidad de pago si un cónyuge pierde el trabajo, el diferencial de renta disponible después de hipoteca y el riesgo-beneficio de la inversión más grande que hacemos normalmente, mucho cambiaría. Pero no es suficiente. Hoy disponemos de bases de datos independientes con precios de transacción y oferta de *stock* disponible de casas, con asesores independientes, que te ayudan a buscar la hipoteca que mejor se ajuste a tus riesgos y posibilidades y te alertan de sus pros y sus contras. Y, sobre todo, tasadoras independientes.

Si el banco ha aceptado una tasación incorrecta, la negociación con el cliente del préstamo de difícil pago debe tener en cuenta ese error de tasación. Igual que una empresa zombi que ha comprado acciones en otra compañía y hoy cuenta con pérdidas latentes, se busca una solución intermedia. Un acuerdo entre lo debido y lo que se puede pagar para evitar un efecto desplome del balance del propio banco, que es lo que va a terminar ocurriendo si no solucionan este problema de los desahucios por su propia cuenta y se introducen daciones en pago que hagan que lo que hoy es un sistema de hipotecas de bajo riesgo se convierta en una sangría de devoluciones de llaves.

Pero ni siquiera con todos esos —muy necesarios— requisitos se previenen burbujas si el comprador no entiende qué es el riesgo y que lo puede perder todo dependiendo de las condiciones.

Las burbujas siempre se alimentan ante la percepción falsa de que el riesgo no existe.

La dación en pago no es retroactiva en ningún sistema, pero, sobre todo, es un drama cuando se aplica. En Estados Unidos o el Reino Unido, la dación en pago es extremadamente inusual y va acompañada de un informe de quiebra y la imposibilidad de acceder a ningún tipo de crédito —sea de una tarjeta de crédito, para comprar un coche o para acceder a un préstamo personal— durante años (entre siete y diez).

De las burbujas sólo nos podemos defender con sentido común y con análisis e información.

Los ciudadanos debemos aprender a tomar las decisiones de inversión con nuestra información de manera independiente y siempre desde la perspectiva de lo que podemos perder, nunca de lo que podemos ganar, como en cualquier inversión. En algún lugar de la Unión Europea, alguien está intentando crear otra burbuja. De nosotros depende evitarlo.

13

La «burbuja de todo»

«El banco central que acaba de imprimir un billón de dólares dice que hay riesgo de burbujas.» «Riesgo, dice...»

«Estoy preocupado porque las valoraciones de muchos activos son de burbuja», comenté un día. «¿Tú haces surf?», me dijo Jim. «No, ni se me ocurre... Me mataría.» «Como en el surf, tienes que saber subirte a una ola y bajarte de ella, no necesitas debatir si la ola existe... Decirle al mar que las olas son malas no tiene sentido.»

¿Cómo se forma una burbuja? Una burbuja —inmobiliaria, tecnológica, etcétera— sólo se puede formar si la percepción de la mayoría de los agentes económicos, del poder político, de las familias, de las empresas y de los bancos es que es un activo casi sin riesgo. Nadie acumula grandes y hasta gigantescas cantidades de exposición a un activo si piensa que tiene mucho riesgo. Las cajas públicas no prestaban sin control en el sector inmobiliario porque vieran ahí mucho riesgo, sino porque pensaban que no tenía casi ninguno.

Las burbujas, además, en su inmensa mayoría, vienen incentivadas por el poder político y monetario que fomenta dicha inversión con menores requisitos de capital, además de con bajadas de tipos de interés e inyecciones de liquidez.

Una burbuja no deja de ser el efecto lógico de una política consciente de «incentivar la demanda» y no se puede dar sin la participación cómplice y activa de las autoridades monetarias y políticas. Tú no puedes comprar una casa que no te puedas permitir si no te ponen un tipo de interés ínfimo y alejado de tu riesgo crediticio y, además, te dan todo tipo de facilidades regulatorias para

endeudarte. Fíjate si es obvio que la correlación entre aumento de múltiplos y exceso de valoración de las bolsas y bonos es directamente proporcional a la política de aumento de balance y bajada de tipos de los bancos centrales. Además, supone una subida de tipos modesta para aquellos que quieren que la ola de burbujas y aumento de múltiplos se perpetúe.

Una burbuja no es un problema *a priori* . Pincha, y ya está. Todos los meses pincha un activo o se desploma un valor. ¿A quién le afecta? A aquellos que hayan invertido de manera agresiva. Pero gracias al pinchazo de la burbuja tecnológica, por ejemplo, tenemos hoy mucho más acceso a tecnología barata. En realidad, una burbuja sólo es la constatación de que alguien que sabe que ha comprado algo caro espera que otro compre más caro todavía. No dura siempre. La valoración del activo puede «pinchar», pero su uso y su valor a largo plazo, no.

Una burbuja es un grave problema cuando el gobierno y las autoridades monetarias modifican la legislación y la regulación para incentivar la masificación de la toma de riesgo, y, al pinchar, no sólo genera pérdidas puntuales entre inversores cualificados, sino dramas personales a familias desinformadas.

¿Qué es la «burbuja de todo»? Es la que sobreviene cuando se disparan las valoraciones nominales y relativas de materias primas, bonos, acciones, criptomonedas, activos inmobiliarios, infraestructuras... A eso se le ha llamado *everything bubble* , la «burbuja de todo».

¿Qué crea la «burbuja de todo»? La mayor y más peligrosa burbuja de todas: hacer carísimo el bono del Estado soberano, supuestamente el más seguro de todos los activos. Cuando el banco central compra los bonos del Estado y esconde en su balance deuda de Estados semiinsolventes a tipos exigidos minúsculos, lo que hace es disfrazar el riesgo e incentivar a que se compre más riesgo por menor rentabilidad en el resto de los activos.

Cuando todos los Estados están empeñados en crear inflación e inyectar liquidez no soportada por fundamentales, se incentiva una burbuja en los beneficiarios de esa liquidez: el gasto político y las empresas y entidades bancarias zombis, esas que debían haber quebrado pero se mantienen «vivas» con créditos renovados eternamente porque suponen un agujero demasiado grande para los

bancos. Se desincentiva la limpieza del sistema porque el «demasiado grande para caer» se convierte en norma. No hace falta ser eficiente y productivo, sólo hay que ser gordo. No grande, sino gordo.

Cuando las políticas monetarias no convencionales se convierten en norma, se crean burbujas por doquier en los dos extremos, en el lado «supuesto bajo riesgo» y las empresas y países en quiebra por el lado del «riesgo alto». La política monetaria hace que se formen burbujas en toda la cadena. Un cero por ciento de interés por bonos estadounidenses o alemanes es tan injustificado como recibir sólo un 5 por ciento de cupón en bonos de empresas o países al borde del colapso. Y, además, se crea un «exceso de oferta» de deuda con utilidad marginal negativa. Las economías no mejoran.

Con ella llega un exceso de riesgo que lleva a volatilidades extremas en mercados financieros que no están soportados por fundamentales.

Los bancos centrales, por supuesto, no quiebran, porque lo pagas tú y tus nietos. Perpetúan sus medidas «no convencionales» —que son ya habituales—, incentivando la inflación y la devaluación. Pero mientras se soporte la burbuja de gasto público y las bolsas den «sensación de riqueza» –me encanta ese falaz término-, no pasa nada. Y se da la patada hacia delante. Pero los bancos centrales pueden perder su credibilidad y que su papel no valga nada. En esa carrera parece que estamos.

Las burbujas se pinchan con un «*shock* de demanda», cuando desaparece o se seca el flujo de nuevos compradores. Y, cuando ocurre, es de manera muy agresiva.

La clave es estar bien preparado y conocer el riesgo.

El ritmo de las recuperaciones mundiales desde 1975 ha sido cada vez más lento y débil, siempre según la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). Las recuperaciones son más largas y más lentas. Al mismo tiempo, hay que reconocer que los períodos de crisis son menos agresivos, aunque más frecuentes que antes de 1975. Otra prueba interesante de las crisis y recuperaciones desde 1975 es que casi todas las economías terminan el período de recesión con más deuda que antes. [1]

La deuda mundial se ha disparado hasta alcanzar máximos históricos, más de tres veces el producto interior bruto mundial. [2]

Para que la economía se recupere realmente debemos detener la

carrera de incentivos perversos creada por el análisis erróneo del origen de las crisis y las soluciones que suelen proponerse en la economía y la política dominantes. Estoy de acuerdo con Johan Norberg en que los dos factores principales que han impulsado el fenomenal progreso que hemos visto son el libre mercado y la apertura. [3] La libertad para innovar, experimentar, crear y compartir debe ir acompañada de los incentivos adecuados.

Durante décadas, los gobiernos y los bancos centrales siempre han identificado los problemas de la economía como problemas de demanda, aunque no fuera así. Si había una crisis o una recesión, los gobiernos creían inmediatamente que debía deberse a la falta de demanda y posteriormente decidían que el sector privado no quería o no podía satisfacer las necesidades reales de demanda de la economía, aunque no hubiera pruebas reales de que las empresas o los ciudadanos estuvieran invirtiendo o consumiendo menos de lo que necesitaban. Toda la premisa era que las empresas no estaban invirtiendo «lo suficiente». ¿En comparación con qué y decidido por quién? Obviamente, por los planificadores centrales que se benefician de las burbujas y del exceso de capacidad, pero que nunca sufren las consecuencias.

Los gobiernos y los bancos centrales nunca perciben los riesgos del exceso de crédito, y menos aún predicen una burbuja. ¿Por qué? Porque la mayoría de los planificadores centrales ven la deuda, el exceso de oferta y las burbujas como pequeños daños colaterales de un bien mayor: recuperar el crecimiento a cualquier precio. [4]

Detrás del error de diagnóstico está la obsesión por mantener o hacer crecer el PIB a cualquier precio, independientemente de la calidad de sus componentes.

El PIB es relativamente fácil de inflar. Siempre explico a mis alumnos que el PIB es el único cálculo económico en el que se suma lo que se gasta con lo que se gana. El PIB puede inflarse mediante el gasto público y con mayor deuda.

La deuda no es un problema cuando sirve a su propósito, que es financiar la inversión productiva y permitir que la economía crezca, mientras que la eficiencia, la innovación y la tecnología nos permiten ser más productivos y recibir más y mejores bienes y servicios a precios más baratos. Es un círculo virtuoso.

Pero el ciclo virtuoso del crédito se convierte en un círculo

vicioso de deuda improductiva cuando incentivamos la mala inversión e impedimos la destrucción creativa de sectores obsoletos y la sustitución tecnológica mediante la aplicación de estímulos gubernamentales masivos e inyecciones de liquidez.

Los bancos centrales justifican sus acciones diciendo que no bajan los tipos, que es un mercado y que la caída de los tipos refleja la demanda del sector privado. ¿De verdad? ¿Cómo y cuándo han comprobado eso? ¿Qué sector privado? ¿Las empresas semiestatales u obsoletas? ¿Las altamente endeudadas?

Además, si los tipos bajos y las inyecciones de liquidez son una demanda del mercado, ¿por qué no dejar que sea el mercado el que fije los tipos y la liquidez en lugar de los bancos centrales?

Esos mismos gobiernos que sienten la necesidad de «aumentar la inflación», algo que ningún consumidor ha exigido nunca en ningún sitio, lo hacen porque se benefician como primeros receptores del dinero recién creado y son el único sector que realmente se beneficia de la inflación. Ni siquiera los sectores cercanos al gobierno se benefician plenamente de la inflación, el impuesto de los pobres. Éstos sufren mayores costes y gastos de importación.

Al hacer siempre el mismo diagnóstico, los errores se repiten y se acumulan. No es de extrañar que el ritmo de las recuperaciones sea más lento, más débil y más endeudado. Hay cuatro razones que explican esta debilidad.

En primer lugar, los gobiernos creen que el problema es la falta de demanda y se nombran a sí mismos como la solución, utilizando a los ahorradores para financiarla vía impuestos e inflación. ¿Cuál es la mejor manera de impulsar el PIB para ellos? Con masivos «elefantes blancos», es decir, enormes proyectos de infraestructuras que generan un impulso a corto plazo en el lado del gasto del PIB, pero que no son rentables y suponen desequilibrios en el largo plazo. Las infraestructuras son necesarias, por supuesto, pero la diferencia estriba en que los países deciden utilizarlas como subterfugio para disfrazar el crecimiento. Construir cualquier cosa a cualquier precio. Esto deja tras de sí una deuda masiva y una economía menos dinámica, no más fuerte.

En segundo lugar, las políticas de demanda perpetúan los sectores en proceso de obsolescencia a costa de los ahorradores, los salarios y los sectores productivos. Los gobiernos siempre

subvencionarán y apoyarán lo ineficiente a costa de lo eficiente porque su objetivo es mantener lo que creen que funciona y mantiene el empleo. No se debe a malas intenciones ni a objetivos perversos, es simplemente que buscan perpetuar el pasado del que viven.

En tercer lugar, las inyecciones masivas de liquidez y los tipos bajos son exactamente los equivalentes a las subvenciones indirectas a los ineficientes. Los primeros receptores y más beneficiados de las «políticas monetarias no convencionales» serán, por definición, los más endeudados y menos productivos. Ésta es la razón por la que el crecimiento de la productividad y la velocidad del dinero se estancan durante los períodos de exceso monetario y fiscal dirigidos por el gobierno.

En cuarto lugar, se rompen los beneficios del ciclo crediticio a corto y largo plazo. La destrucción creativa queda prácticamente eliminada, se fomenta la mala inversión mediante tipos insosteniblemente bajos y la liquidez es absorbida por los activos financieros y los sectores improductivos.

La liquidez masiva y los tipos bajos hacen que las valoraciones y el número de empresas zombis se disparen. El porcentaje de empresas que no pueden pagar los gastos de intereses con los beneficios de explotación se dispara a pesar de los tipos ultrabajos y de los supuestos planes de «fomento del crecimiento».

Hay más señales de problemas…

Durante décadas, las políticas de demanda mostraban resultados decrecientes, pero no letales, pero ahora el mundo ha repetido las mismas políticas tantas veces que simplemente hay agotamiento. Los tipos son insosteniblemente bajos, la liquidez es excesiva y no hay espacio fiscal real en los gobiernos que prácticamente han consumido su capacidad de extraer riqueza de los ahorradores.

Cuanto más oímos de los gobiernos que hay que gastar más y ahorrar menos, más débil es la respuesta de los agentes económicos.

Los gobiernos y los bancos centrales crean una crisis a partir de una desaceleración moderada y completamente sana, negando los ciclos económicos y, lo que es peor, presentándose como los que los revertirán.

Promover una economía impulsada por la deuda conduce a crisis más frecuentes, ciclos económicos más cortos y recesiones abruptas.

Jim se sentó un momento y argumentó: «Tu objetivo es reconocer

todos estos riesgos, pero tú no lo puedes cambiar [...]. Ni es honesto defender el exceso porque lo diga un gobernante ni inteligente quedarse atrás porque veas el riesgo de la ola». Lo que debes saber como inversor es que subirse a la ola en períodos de expansión monetaria debe ir acompañado también de seguridad en los fundamentales, y que no hay nada que te salve en períodos de contracción monetaria si los activos invertidos son excesivamente caros.

«Brian Wilson escribía geniales canciones sobre surf sin haberse subido a una tabla en su vida», dijo Jim.

Tú debes entender que todo parece fácil en períodos de expansión monetaria, pero que en períodos de contracción saltan las alarmas.

14

¿Y si un píxel virtual vale más que tu casa?

«Ha sido un gran año de deporte,
he hecho virtualmente de todo.»
«Pero si pareces un tonel.»
«Bueno, he hecho de todo... virtualmente.»

Mientras tanto, se está desarrollando a velocidad de vértigo el mundo de los metaversos, universos virtuales donde puedes comprar un trozo de propiedad inmobiliaria, ¡un píxel en vez de un trozo de tierra!, sobre el que posteriormente se crean tiendas, negocios o simplemente una vivienda virtual. Sé que te parecerá una estupidez, ¡un piso virtual en un universo inexistente...! Pero es parte de una revolución que descentraliza y cambia totalmente nuestra percepción de la realidad.

¿Cómo va a valer más un píxel que un piso en el barrio de mi tía la millonaria? Piénsalo por un momento. Dentro de unos años, la inmensa mayoría de nuestras actividades de ocio, interacción con otras personas y ecosistemas de negocios y ventas a consumidores no se van a dar en espacios físicos como los conocemos, sino en metaversos y entornos virtuales descentralizados. Eso tiene un enorme valor. ¿Qué vale más, una tienda en el barrio de tu tía la millonaria o una tienda en el barrio de todo el mundo y todos los ciudadanos que usan internet?

La inversión inmobiliaria es una buena idea para escapar de las garras de la inflación, el impuesto de los pobres, pero debe ser una inversión pensada y bien asesorada. No todos los ladrillos son buenos. Mientras los precios de la vivienda en lugares con demanda elevada se han revalorizado por encima de la inflación y el efecto impositivo, no ocurre lo mismo con inmuebles comerciales y viviendas en lugares

poco demandados.

De hecho, los impuestos se comen tu inversión a medida que los gobiernos imponen una fiscalidad cada vez más onerosa a los inmuebles, aunque estén en el pueblo de tu tío, el que es pobre.

Los ingleses dicen «location, location, location» [localización, localización, localización]. Las tres reglas para invertir en inmobiliario. Buscar un buen inmueble en un lugar demandado, un barrio con demanda creciente y con posibilidades. Por supuesto. Pero no olvides los impuestos. Para los gobiernos, los impuestos a los activos cautivos se han convertido en la mejor forma de recaudar pase lo que pase en la economía. Los ayuntamientos han saneado sus cuentas en España subiendo masivamente el impuesto de bienes inmuebles (IBI), pero hay muchos más impuestos y costes incluidos en un inmueble que debes considerar antes de valorar la rentabilidad que le puedas sacar.

Comprar para alquilar puede ser una gran idea, hasta que hagas el cálculo real de los riesgos y costes, además de impuestos, y te des cuenta de que no es tan sencillo. Por eso, la calidad del inmueble, la demanda real y la seguridad en el pago de ese alquiler son claves para la inversión… Pero no puedes olvidar los impuestos. En muchas ocasiones hemos visto que hay inmuebles aparentemente atractivos que generan una rentabilidad muy baja o nula tras deducir riesgos y cargas tributarias.

Es curioso que en el ámbito inmobiliario se hable con frecuencia del concepto más estulto que he oído en mi vida: los «fondos buitre». Son fondos que compran inmuebles para ponerlos en alquiler. Algunos medios de comunicación y ciudadanos asumen que estos fondos compran baratísimo y que se forran acumulando viviendas que alquilan a precio de oro. Un momento… Si el inmueble que compran se alquila sin ningún riesgo y a altos precios y la inversión es tan sencilla, ¿cómo es que lo han comprado barato?, ¿cómo es que no se han lanzado miles de entidades nacionales, públicas y privadas, a comprar semejante chollo? Porque no lo es.

De hecho, la idea de que quien es propietario de una vivienda es bueno y quien es propietario de cien es malo es una bobada que te venden los que piensan que ambos son malos para meter el pie en la seguridad jurídica y terminar quitándote a ti tu piso también.

Si quieres que un inmueble se rehabilite y se mantenga en

perfectas condiciones y crezca la demanda alrededor de ese inmueble, ¿qué prefieres?, ¿que sea propiedad de mil familias pobres que no pueden pagar el acondicionamiento o de un fondo que puede pagar la rehabilitación que convierta el área en un lugar donde merezca la pena invertir?

La idea mágica de que el control de precios y la propiedad minorista es lo que hace que progrese y crezca el acceso a la vivienda es simplemente falsa. Sin empresas que inviertan miles de millones, no hay desarrollo.

Ningún país ha bajado el precio del alquiler de manera sostenida hundiendo la oferta y atacando a la propiedad. Ninguno.

Cualquier español que no sea amnésico debería evitar como la plaga la propuesta de limitar precios por ley, que ya fue un fracaso sin paliativos en España con la ley de Franco de 1964. La regulación provocó una fuerte retracción de la oferta de las viviendas en alquiler —al resultar más rentable mantener el inmueble vacío que alquilado— y también provocó que se desatendiera el estado de conservación de las viviendas alquiladas, manteniéndose muchas en estado ruinoso, lo que fue deteriorando el parque inmobiliario español. Todos los que tenemos cierta edad recordamos aquellos pisos cochambrosos e inmuebles mal conservados cuando íbamos a visitar a algún familiar en uno de esos pisos de «renta antigua», y todos recordamos también cómo el acceso al alquiler era un problema por desplome de oferta.

¿Qué ocurre siempre que se imponen precios fijados?

Primero, que se desploma la oferta. Los propietarios evitan poner sus pisos en alquiler al encontrarse indefensos jurídicamente entre los desincentivos ya existentes —incluyendo la permisividad con la ocupación— y el aumento de los impuestos (IBI, IRPF, etcétera) que hace que el piso sea una ruina como inversión si se alquila. En Berlín, el fracaso de tales políticas ha sido rotundo: mucha menos oferta y pisos más caros. Esto perjudica desproporcionadamente a los futuros inquilinos, a los jóvenes y a los menos ricos, porque a los ricos de París o Berlín no les afecta la caída de oferta, pagan más por los pisos buenos en contrato privado, y tan tranquilos. Como todas las medidas intervencionistas, lo que propone el populismo perjudica a los que fingen proteger.

Segundo, que la limitación de alquileres perjudica especialmente a los propietarios más indefensos, los que tienen un pequeño piso

alquilado tras décadas de ahorro. Los grandes propietarios no sufren, porque pueden poner esos inmuebles en venta, ajustar los ingresos perdidos subiendo los alquileres de otros inmuebles —generando un efecto extractivo— o acondicionarlos para rentas superiores.

Tercero, que funcionan como un fuerte desincentivo al acondicionamiento y mejora de los inmuebles. Cuando un piso es una ruina como inversión y el alquiler no cubre el coste de capital más los costes fijos y variables, el propietario no puede hacer otra cosa que desentenderse de su adecuado mantenimiento.

En España, donde la inseguridad jurídica y la indefensión del propietario ya está causando estragos en la oferta de alquiler, poner limitaciones dañaría más dicha oferta.

No se puede subir constantemente el IBI y poner problemas a los propietarios a la hora de rescindir contratos no cumplidos, defender a okupas y, además, pasarle al dueño el coste de la inflación y todos los riesgos.

Ante la evidencia de que suben los precios y se estrangula la oferta cuando se interviene el precio, ¿qué dice el populismo? Que, si no funciona, como buenos comunistas, es que no se ha intervenido lo suficiente.

El burócrata siempre echa la culpa de los resultados negativos de su intervención a que no ha intervenido suficiente.

Todos entendemos que imponer precios máximos destruye la oferta potencial y, con ello, la disponibilidad de productos. Los precios impuestos consiguen lo contrario de lo que buscan. Se disparan porque se ahoga la cantidad y la calidad de la oferta.

Todos queremos que mejore el acceso a la vivienda en nuestras ciudades. Para eso hay que trabajar en mejorar y aumentar la oferta, con colaboración pública y privada, para que la demanda no se quede a merced de las veleidades intervencionistas de personas que jamás han creado un empleo o invertido en crear soluciones en vivienda. [1]

Eso sí, si vas a invertir en inmobiliario y ves que el gobierno defiende a okupas, que reduce la seguridad jurídica y que te deja indefenso de cara a impagos, me parece que te equivocas cuando analizas el activo.

15

¿Es Facebook más barato que Telecom Italia?

«¿Recuerdas que para el iPhone 13 vendí tu coche?
Pues ya hay iPhone 14.»
«¡A casa!»
«De eso quería hablarte...»

Era el año 2014. En la sala de *trading* estábamos viendo una entrevista con un gestor europeo. «Las tecnológicas están muy caras y los bancos muy baratos», comentaba éste. Mientras escuchaba esa frase, mi amigo Ross espetó: «Bullshit!» («¡Y una mierda!», sería la traducción). Le pregunté por qué era *bullshit* .

Y me dijo: «¿Quieres saber por qué Facebook es más barato que Telecom Italia? [1]

»Primero, veamos el valor de activos de renta de posición comparado con el valor de la desintermediación. ¿Qué es más valioso? ¿Tener un activo cautivo, que te genera una renta de posición (ingresos "por estar ahí"), altamente regulado y depreciado anualmente, y con altos costes de mantenimiento, o tener un activo que desintermedia, destruye las ineficiencias de mercado, requiere muy poco capital y costes para expandirse y cuyos márgenes son elevadísimos?».

Ross me explicaba que los activos cautivos no sólo no valen más con el tiempo, sino menos, en términos bursátiles. Y que la renta de posición, que generaba una ventaja competitiva para los grandes conglomerados tradicionales hasta hace una década, no tiene ningún valor. Es decir, los múltiplos de las empresas de renta de posición y activos cautivos no son bajos, simplemente se están devaluando.

Y todo eso antes de valorar el riesgo regulatorio que sufren los conglomerados de renta de posición.

Hace unos años, ser un gran banco, empresa de telecomunicaciones o gran eléctrica cotizaba con amplios múltiplos,

porque las barreras de entrada a su negocio eran muy altas y los márgenes eran altos, garantizando beneficios estables y por encima del coste de capital. Todo eso ha sido barrido por la tecnología.

A los conglomerados con renta de posición les está pasando lo que a las discográficas. No es que vayan a dejar de existir o que hagan las cosas mal, es que la desintermediación y la tecnología están erosionando su ventaja competitiva.

¿Significa eso que no hay valor en esos conglomerados? No necesariamente, pero no vale el argumento de pensar que cotizan a múltiplos bajos por equivocación de los inversores y, mucho menos, que la bolsa vaya a elevar los múltiplos de un conglomerado altamente regulado a los de un activo de desintermediación de altísimos márgenes y crecimiento.

Una empresa que cotiza a 13× P/E y no es más cara que una que cotiza a 50× P/E y crece un 20 por ciento anual.

¿Significa eso que una empresa tecnológica tenga garantizada la revalorización bursátil sólo por serlo? Tampoco. No es una casualidad que en el sector tecnológico, en el índice Nasdaq, por ejemplo, el cien por cien de la revalorización lo generen cinco o seis valores. Si analizas los múltiplos de la inmensa mayoría de las tecnológicas norteamericanas, verás que no difieren tanto de los de sus comparables europeas.

Para ponerlo en un contexto sencillo, debes saber que hay una razón por la que un *stick* USB con un vídeo 3D de un artista altamente demandado vale más que un gran cuadro de un pintor costumbrista de hace veinte años.

Puede que pienses que Facebook o Google también tienen una enorme renta de posición y que eso les da una ventaja competitiva injusta.

Hay grandes diferencias. Google o Amazon no tienen renta de posición porque lo haya delimitado o impuesto un regulador o un Estado. Su renta de posición no viene de generar intermediación, sino de desintermediar. Y, más importante, no existen las barreras de entrada que limitan la competencia eficiente.

Tú no usas el navegador de Google porque te lo imponga la regulación. En el caso de un conglomerado intermediador, sí.

De hecho, es al revés: probablemente estés leyendo este libro en un dispositivo que no tenía predeterminado el buscador de una

empresa. Lo has elegido tú, y probablemente lo has hecho aunque no sea inmediato descargártelo.

¿Quién se acuerda de Yahoo? ¿O de tantas otras tecnológicas? Han sido desplazadas por otras, con rapidez. La democratización que genera la desintermediación y la elevadísima generación de economías de escala y márgenes diferencia masivamente a una tecnológica líder de una empresa tradicional. Las llamadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) son líderes porque nosotros lo decidimos, no porque lo decida un Estado. Y pueden perder ese liderazgo por la misma razón.

¿Son estas empresas monopolios u oligopolios? No. Un monopolio de una empresa que da un mal servicio, caro e ineficiente, sólo se puede dar porque lo imponga o incentive el Estado limitando la competencia con regulación o legislación. No confundamos una empresa preferida por la mayoría por su calidad y servicio con un monopolio. Coca-Cola no es un monopolio. Google tampoco. Las barreras de entrada a su negocio son bajísimas, y, el día en que tú y yo tengamos una alternativa mejor y de mayor calidad, podremos cambiar de proveedor en un segundo.

¿Son oligopolios porque sus dueños tengan una ideología particular? Tampoco. Además de que no es cierto que todos piensen lo mismo, podemos creer todas las teorías de conspiración que queramos, pero la realidad es que nosotros tenemos mucho más poder sobre lo que ofrecen estas empresas que ellos sobre lo que pensemos o queramos nosotros. Además, es fascinante ver cómo la gente de un polo ideológico siempre piensa que las tecnológicas defienden a la gente del otro polo, y viceversa. Algunos demócratas piensan que las tecnológicas auparon a Trump, y los republicanos creen que las mismas empresas auparon a Biden… A ver si va a ser que no nos damos cuenta de que la descentralización y democratización que ofrece la tecnología lo que hace es retirar poder de los grupos de presión tradicionales. La tecnología es la antítesis del estatismo. Y yo prefiero tener exposición al riesgo de una corporación que sabe que puede desaparecer si retiramos nuestra confianza a tener exposición al riesgo de un político que hace coaliciones y acuerdos con todos, incluido contra los intereses de sus propios votantes, para perpetuarse en el poder.

Es importante entender la erosión de poder de mercado, de

márgenes y de beneficios que es inevitable en los grandes valores que consideramos estables o tradicionales. Nada de eso es malo. No significa que las petroleras, telecos, bancos o conglomerados en general vayan a desaparecer o que haya que demonizarlos. Sólo hay que valorar correctamente en qué momento de su vida empresarial se encuentran.

Una empresa que necesita comprar crecimiento en el exterior para suplir el decrecimiento de sus actividades tradicionales y lo hace con deuda no es lo mismo que una empresa que compra crecimiento con decenas de miles de millones de caja excedentaria generada con su actividad principal.

No critiques a la empresa de telecomunicaciones de turno o a cualquiera de sus comparables por ser lo que es y hacer lo que puede. El error lo cometen los que piensan que es otra cosa y que va a hacer milagros, no sus directivos.

En el caso de empresas tradicionales, algunos medios acusan siempre al nuevo equipo directivo de la evolución bursátil. Suele ocurrir cuando no se analiza el sector europeo y lo que ocurre con otras empresas similares, pero también es parte de lo que se llama «la maldición del conglomerado». Cuando el mercado sube, se comportan peor, y cuando baja, caen.

En realidad, al sector de telecomunicaciones europeo le está pasando lo mismo que a los bancos. Su modelo de renta de posición está desapareciendo mucho más rápido que su capacidad de transformar y reinventar el negocio. A ello se añaden los riesgos creados en el pasado por una política de crecimiento inorgánico que, si vamos al epicentro del problema, siempre ha sobreestimado el crecimiento potencial de los negocios adquiridos en el extranjero y, al mismo tiempo, ha infraestimado el riesgo moneda y político de los países donde se establecía.

Nada de eso es culpa del actual equipo directivo, aunque, desafortunadamente, es un mal endémico de varios sectores, y no sólo europeos. Crecer para estar quieto. Si algo han hecho es reconocer los problemas estructurales de la empresa. Pero no pueden hacer magia. Las empresas, por fin, reducen deuda, empiezan a desprenderse de activos rémora y a tomarse en serio la desaparición de los dinosaurios rentistas con los que compiten a nivel global. La prueba de que la gestión de balance y la reestructuración de las empresas europeas de

telecomunicaciones se está llevando a cabo de manera correcta es la evolución y fortaleza de sus bonos.

Efectivamente, una reestructuración y reorientación estratégica de calado es difícil que genere evolución bursátil positiva a corto y medio plazo, sobre todo cuando el entorno macroeconómico de los países donde opera empeora, pero los bonos muestran que se está haciendo una labor muy estimable en un entorno difícil.

Lección esencial: ante una reestructuración, la oportunidad suele estar —como ocurre en el sector financiero— más en la renta fija que en la variable, como es lógico.

Tampoco podemos olvidar el sector en el que está una empresa. No se pueden hacer lingotes de oro con láminas de acero. El sector de las telecomunicaciones europeo lleva haciéndolo peor que el mercado y que las tecnológicas muchos años, según Bloomberg.

Un inversor amigo mío siempre dice que el 1 de enero de cada año, el sector de las telecomunicaciones europeo tira por la ventana 10.000 millones de euros y se pasa los 364 días restantes intentando recoger los billetes despilfarrados. La destrucción de valor por adquisiciones (*economic added value*) es simplemente espectacular. Entre el año 2000 y el 2018, el sector ha consumido la capitalización original de las tres primeras empresas destruyendo valor para el accionista.

El sector de las telecomunicaciones europeo, además, no es un sector tecnológico. El que se lleva las manos a la cabeza comparando las valoraciones de Apple o Alphabet con las de Orange o Telecom Italia comete un grave error. Las empresas de telecomunicaciones europeas tienen un porcentaje ínfimo de tecnología y son más *utilities* : la mayor parte de su valoración viene de activos cautivos regulados.

Ante un negocio que genera muy poco o ningún crecimiento orgánico y rentabilidades por debajo del coste de capital, estas empresas tienden a comprar —a precios de oro— otros activos cautivos en países que les den un poco de crecimiento.

No caigamos, por lo tanto, en conclusiones equivocadas sobre la gestión de la empresa sin entender la realidad de su negocio diario, en un entorno de mercado volátil, con riesgos políticos en muchos países y tipos de interés que destruyen la percepción de riesgo.

Conviene recordar que los errores cometidos durante una década no se solucionan en un par de años. Una reestructuración con máxima

transparencia y credibilidad de las cifras de costes, ahorros y eficiencia es una garantía de mejora, pero no de milagros.

Yo tuve el honor de escribir el prólogo del último libro de uno de los mejores economistas de España, José María Gay de Liébana, [2] que en paz descanse. [3] Es un libro esencial para entender las finanzas de las grandes tecnológicas. En ese prólogo, explicaba:

> Tal vez sepas que el mayor empleador privado de Estados Unidos es Wal-Mart, una enorme cadena de centros comerciales con tiendas por todo el país. Imagina, por un momento, que esa empresa con ese porcentaje de empleo fuera española o europea, y que aparece un competidor como Amazon, que ofrece lo mismo vía internet y con un modelo disruptivo que pone en común a pequeños comercios, distribuidores y vendedores con millones de clientes en segundos y a precios globalmente competitivos. ¿Qué hubiera hecho la Unión Europea o el gobierno español ante esa «amenaza» al mayor empleador del país? Probablemente poner todo tipo de trabas regulatorias, fiscales y administrativas a la supuesta «amenaza» digital, y no creo que me equivoque si digo que se añadirían unas suculentas subvenciones al incumbente para «defenderse» y «mantener el empleo».

¿Cuál habría sido el resultado? Que ni el incumbente ni su amenaza habrían prosperado.

Hoy, en Estados Unidos, Wal-Mart y Amazon son más fuertes que nunca, y las grandes empresas tecnológicas están en todos los titulares por su modelo disruptivo, por su capacidad de tomar mayor cuota de mercado y, a la vez, como ejemplo de que la digitalización y la robotización no destruyen empleo. Según datos de octubre de 2019, Estados Unidos tenía el menor índice de paro de los últimos cincuenta años, y los salarios más bajos crecían más del doble que la media nacional. En diciembre de 2021, tras la pandemia, el paro en Estados Unidos era del 4,2 por ciento.

La robotización, la digitalización, los gigantes tecnológicos y el cambio en general se nos presentan siempre en los medios de comunicación como amenazas. Como si esos gigantes tecnológicos fueran inexpugnables y perennes. Sin embargo, nadie se pregunta qué ha pasado o pasó con Yahoo!, WorldCom, etcétera. ¿Sabes que Yahoo! rechazó comprar a Google por una cantidad irrisoria?

La mitología sobre la omnipotencia de los gigantes tecnológicos se desmonta con un clic. No elegimos a los futuros líderes tecnológicos por imposición o poder de mercado, sino porque su servicio es mejor y la tecnología nos da poder a los consumidores.

¿Cuál es su poder de mercado? El que nosotros les damos, no el

que el Estado o el regulador de empresa imponen. Y si algún día, como ocurrió con Yahoo!, aparece una alternativa a Google más eficiente, cambiaremos de servicio.

Pero Google tiene el poder de amasar cantidades ingentes de datos, y eso lo hace inexpugnable, ¿verdad? Pues no, porque, como decía antes, ¿te acuerdas de Yahoo!, de AOL o de WorldCom? Empresas que acumulaban ingentes cantidades de información y datos y perdieron la carrera igualmente.

Ojo con pensar que la empresa usa tus datos para ponerse al servicio de un político o políticos. Eso no tiene ningún sentido. Esa empresa desaparecería en cuanto supieses que utiliza tus datos en contra de ti o que «posee» tu información. ¿Para qué va a querer una empresa supuestamente omnipotente ponerse al servicio de un gobernante temporal y de objetivos volubles? La descentralización ya está haciendo que los datos ya no estén en un servidor u otro, y el mundo del *blockchain* y otros similares ya está erosionando el supuesto riesgo del control de datos.

No debemos olvidar los aspectos positivos, pero tampoco podemos ignorar lo que siempre han supuesto las tecnologías disruptivas: una amenaza para gobiernos que buscan inflación —el impuesto de los pobres— y mayor recaudación fiscal a toda costa. Todas las tecnologías disruptivas son desinflacionistas y reducen ingresos fiscales; y no por maldad o mediante fraude.

Hoy, cualquiera de nosotros, al acceder a internet y buscar un servicio o un bien que adquirir, encontraremos un abanico de precios en los que, en menos de dos minutos, hallaremos el mismo bien y servicio con diferencias de precio del 20-30 por ciento. La democratización de la información reduce las ansias inflacionistas de los que quieren que suban los precios para reducir en términos relativos sus deudas. ¿Y la recaudación fiscal? Imagina el agujero que se generaría en recaudación fiscal si viviésemos con la fiscalidad de hoy la invención de la máquina de coser. Miles de personas que se dedicaban a coser ya no cotizarían, y los impuestos por bienes inmuebles, por actividad económica, por trabajo y de sociedades sufrirían. Pero ¿qué pasa en muy poco tiempo? Que más bienes y servicios a precios asequibles generan mayor crecimiento, empleo e ingresos fiscales.

Los mantras de algunos medios de comunicación se desmontan

con un dato: los países más robotizados del mundo tienen menos paro y cuentas públicas más sólidas que aquellos que intentan impedir el avance tecnológico; es más, tienen más empleo en los trabajos menos cualificados.

La historia de estas empresas, así como su impacto y su relevancia en el cambio de mentalidad de consumidores, competidores y gobiernos, merece ser contada y analizada desde todos los aspectos, sean éstos más o menos polémicos.

No podemos ignorar el papel de los bajos tipos de interés y las enormes inyecciones de liquidez en la creación y el crecimiento de estas grandes empresas innovadoras. Un entorno de alta liquidez ha permitido y sigue generando oportunidades para financiar proyectos y empresas que, en otras circunstancias, no encontrarían acceso fácil a los mercados.

La burbuja de las tecnológicas de finales de la década de 1980 y principios de la de 1990 nos ha dejado lo que llamamos la «banda ancha tecnológica», es decir, toda una cantidad de inversiones en tecnología que ahora son mucho más asequibles que hace dos décadas gracias a la destrucción creativa.

Algunos de los gigantes que hoy vemos como inexpugnables perderán peso por la competencia y por nuevas disrupciones. Lo que es seguro es que esa innovación, tecnología y democratización de bienes y servicios que han puesto en marcha serán llevadas a nuevos y mayores niveles de éxito por otros.

Los gigantes que hoy creemos omnipotentes y con crecimientos estratosféricos se convertirán en empresas estables de crecimiento normal y con valoraciones de empresa madura. Y otros florecerán.

No dejes de leer el libro antes mencionado de José María Gay de Liébana, que te llevará en un viaje por la historia, los datos, la generación de beneficios y los factores económicos más relevantes de esta mal llamada «Revolución 4.0», que no deja de ser la misma revolución que siempre hemos vivido. La del maravilloso ingenio humano.

Vuelvo a repetir. Esto no significa que una empresa sea muy buena y otra muy mala. Significa que son distintas y están en distinto período de madurez. Pensar que una empresa tradicional va a cotizar a múltiplos de empresa innovadora y disruptiva es una gran equivocación.

«Tú, en realidad, lo entiendes perfectamente —me dijo mi amigo Ross—. Es mucho más valiosa una empresa que hace que bajen los precios y sea más fácil acceder a bienes y servicios que una que gestiona un negocio tradicional lineal.»

Pensar que una empresa tradicional es defensiva ante una bajada de mercado es mucho más peligroso. En el S&P 500, el 25 por ciento de las empresas son líderes globales tecnológicos. Cuando corrigen, también corrigen en poco tiempo los valores tradicionales europeos. El concepto de «defensivo» no existe en valores cíclicos europeos.

No confundas múltiplos bajos con valor barato.

No hay nada malo en invertir en telecomunicaciones y conglomerados tradicionales siempre que reconozcas la realidad de su negocio y no esperes magia de sus gestores ni de supuestas compras hostiles que nunca llegan. Piensa que Telecom Italia fue objeto de posible opa tras décadas de no dar rentabilidad. Alcanzó un máximo de 12 euros por acción a mediados de la década de 1980, se desplomó... En el año 2000 cotizaba a 7,3 euros por acción, se desplomó... Y, empezando el año 2021 a 0,9 euros por acción, el valor «se disparó» a ¡0,5 euros por acción, por rumor de adquisición tras décadas de destrucción masiva de valor...

No hay nada malo en invertir en tecnología, pero no pienses que el equivalente a Amazon de China va a cotizar a los múltiplos de un líder global, disruptivo, sin injerencia política y con gobierno corporativo de máxima calidad.

No pienses que una empresa tecnológica, por estar en un índice, tiene que cotizar a los múltiplos de las FAANG. Ni pienses que estos líderes actuales lo van a ser siempre y con los mismos crecimientos.

En realidad, es muy sencillo y muy complicado a la vez: valora las empresas por lo que son, no por lo que te gustaría que fueran.

Mi buen amigo Jesús, que fue responsable de análisis de telecos en un banco de inversión global y, luego, un exitoso directivo en una empresa telefónica, me enseñó el error de creer que Apple estaba demasiado cara... ¡En 2011! Yo perdí con él una apuesta que fue una revelación y una lección impagable. Entender mejor los fundamentales de una empresa aparentemente «muy cara». Jesús murió muy joven, en 2021, una gran pérdida para España y su profesión. Nunca olvidaré lo que aprendí de él.

A finales de octubre de 2021, Facebook cambió de nombre y pasó a llamarse Meta, por su avance en la creación de metaversos. El metaverso es una realidad digital que combina aspectos de las redes sociales, los juegos en línea, la realidad aumentada, la realidad virtual y las criptomonedas para permitir a los usuarios interactuar virtualmente. La realidad aumentada superpone elementos visuales, sonido y otras entradas sensoriales en entornos del mundo real para mejorar la experiencia del usuario. Por el contrario, la realidad virtual es completamente virtual y mejora las realidades ficticias.

A medida que el metaverso crezca, creará espacios en línea donde las interacciones de los usuarios son más multidimensionales de lo que admite la tecnología actual. En lugar de simplemente ver contenido digital, los usuarios del metaverso podrán sumergirse en un espacio donde convergen los mundos digital y físico.

Facebook ya ha dado un paso de gigante hacia el futuro. Meta. El metaverso. Hablaremos de ello en un capítulo posterior.

16

Sostenibilidad y liderazgo

«No tenemos casa, no tenemos comida y no tenemos ropa, esto es sofocante.»
«Sostenible, querido, sostenible.»

Como te comentaba hace unas páginas, Virginie, que fue compañera de gestión, es una auténtica pionera de la inversión socialmente responsable. Sonsoles, en España, también se adelantó hace años a lo que hoy es una tendencia imparable. Entender la realidad de la inversión sostenible. La inversión socialmente responsable, o SRI, [1] y la inversión teniendo en cuenta factores medioambientales, sociales y de gobernanza, o ESG, [2] han traído siglas que abarcan a todo un universo de empresas.

«Una panda de abrazaárboles», me comentó una persona en las redes sociales. Craso error. Y te voy a explicar por qué.

Muchos inversores piensan que la sostenibilidad es una moda, y se equivocan. Todavía peor, hay agentes financieros que piensan que invertir en sostenibilidad es poner dinero en empresas que pierden dinero.

No existe sostenibilidad sin rentabilidad. Sólo hay dos tipos de empresas, rentables y no rentables, y las últimas son insostenibles por definición.

En los últimos diez años, la inversión socialmente responsable (SRI) se ha disparado, y la tendencia se ha acelerado en 2020-2021.

Muchos políticos intentan decirnos que esto de la responsabilidad social corporativa y la sostenibilidad es una novedad introducida por ellos, pero es falso. Son los políticos los que se han unido a una tendencia que tiene muchos años. El primer fondo socialmente

responsable es de 1950.

Desde 2007, los fondos bajo gestión en el mercado SRI sólo en Europa se han multiplicado por seis hasta los 12 billones de euros. El mercado de bonos y fondos que solamente invierten en las empresas que tienen los requisitos más exigentes de responsabilidad social corporativa es cada vez mayor, y los inversores demandan que las empresas tomen más medidas en aspectos medioambientales, de derechos laborales y respeto a los derechos humanos.

La inversión socialmente responsable (SRI, o ISR) ha alcanzado los 345.314 millones de euros gestionados en España durante 2020, lo que ha supuesto un incremento del 21 por ciento respecto a 2019, y, por primera vez, los activos con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, o MSG), que han experimentado un incremento del 54 por ciento, superan a los tradicionales.

Es por ello por lo que, hoy en día, permanecer en los rankings de responsabilidad corporativa es cada vez más difícil. Ya no basta con cumplir una serie de requisitos básicos, sino que cada vez los índices llevan a cabo un seguimiento más detallado de acciones específicas por parte de las empresas.

Además, la competencia es muy importante. En 2020, una cifra récord de 1.400 empresas participó en el S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA), la encuesta líder en este campo. Esto supone un aumento de casi el doble sobre la participación de 2014. Este cuestionario se envía a las mayores empresas del mundo, y tener una calificación positiva es clave para las empresas líderes.

El Dow Jones Sustainability Index es uno de los principales índices a la hora de valorar la calidad y el compromiso social de las empresas, e incluye a aquellas que acreditan un mejor posicionamiento en el cumplimiento de los criterios de sostenibilidad y responsabilidad corporativa.

Las empresas españolas están bien posicionadas en estos índices. Inditex se posiciona como empresa líder en *retailing* (comercio minorista) e Iberdrola, Red Eléctrica o Enagás en el segmento *utilities* (energéticas, gasistas y eléctricas), mientras Amadeus se posiciona como líder en software y servicios.

Para las empresas, invertir en mejorar sus procesos y respetar el medioambiente y los derechos sociales es rentable, y para los inversores, también. Se estima que los fondos SRI generan una

rentabilidad media superior a los fondos generales. Según Bloomberg y MarketWatch, desde 1990 hasta 2016, el índice de responsabilidad social MSCI KLD 400 ha dado una rentabilidad media anual del 10,46 por ciento, mientras que la del S&P 500 ha sido del 9,93 por ciento anual.

En SRI, la media de rentabilidad muestra que la inversión en responsabilidad social y sostenibilidad bien analizada y en empresas sólidas funciona. [3]

No sólo es rentable económicamente en cuanto a comportamiento bursátil. Cada día hay más fondos de inversión de renta fija que ponen condiciones de sostenibilidad en sus decisiones de inversión. Se estima que las empresas líderes en los índices de sostenibilidad también se financian en los mercados de bonos a tipos inferiores a la media de sus sectores, y con mayor demanda en sus emisiones de instrumentos de deuda e híbridos.

No es una casualidad. Los inversores saben que invertir en empresas con un alto cumplimiento en responsabilidad social reduce de manera significativa el riesgo, mientras que un simple análisis de los líderes del índice Dow Jones nos muestra que las empresas que lo componen también gozan de mejores márgenes y mayor fidelidad de clientes.

A medida que estos índices se hacen más populares, se hace más difícil acceder a los puestos de liderazgo y la competencia es feroz. Una gran multinacional no se puede permitir no estar en los rankings y sabe que los inversores lo valoran de manera creciente. Por ello, la inversión en aspectos sociales y medioambientales crece a doble dígito anual. Ello hace que la sociedad se beneficie y todos, desde los inversores hasta las empresas, vean un beneficio con efecto multiplicador evidente. Que la competencia sea cada vez mayor es una buena noticia para todos. Que las empresas españolas y latinoamericanas estén entre las mejores, también.

Para mí fue muy fácil convencerme de la importancia de la inversión SRI y ESG. En realidad estamos hablando del capitalismo en su espíritu más puro. Piénsalo, una empresa sólo puede ser sostenible, responsable y transparente en un sistema de libre mercado capitalista donde los accionistas premien su buen comportamiento, los bonistas, su sostenibilidad, y los clientes y suministradores, su calidad y su compromiso medioambiental, y donde los competidores hagan que

tenga que seguir mejorando.

La sostenibilidad sólo se puede dar en competencia libre. Una empresa que se comporte mal o tenga una actividad dañina no resiste en un mercado libre y abierto. Las empresas que tienen un comportamiento dañino con su entorno sólo pueden sobrevivir si lo impone y lo permite el gobierno, sea porque son estatales o porque las «protege» como si fueran una extensión del brazo ejecutivo del gobernante.

Yo hice un estudio sobre el sector SRI para una revista económica [4] en el que incorporaba mucho de lo que aprendí y pude recopilar de grandes gestoras y expertos en el área.

Mis principales conclusiones sobre el reto de la inversión socialmente responsable eran las siguientes:

- El aumento exponencial de las inversiones ESG ha coincidido con un período de tipos extremadamente bajos e inyecciones masivas de liquidez. Además, la definición de inversión socialmente responsable es demasiado amplia y por eso se debe acudir a expertos para no generar malentendidos. Además, encontré que una parte relevante de los fondos que siguen los criterios ESG pueden caer en la trampa de invertir en sectores fuertemente subvencionados y con alto endeudamiento.
- Por eso los inversores deben ser expertos y vigilar el riesgo de concentración, la solidez de las estimaciones de beneficios y la fortaleza de los balances para evitar la inversión en empresas «buscadoras de rentas» que dependen en gran medida de las subvenciones y ayudas gubernamentales.
- Además, el desempeño de los fondos ESG y SRI se ha analizado con detalle sólo en un período de tipos de interés bajos, alta liquidez, valoraciones de activos en aumento y mercados alcistas. Por eso se están creando herramientas para analizar mejor el riesgo a medida que los mercados entran en una fase de consolidación.
- Creo que es esencial centrarse en la rentabilidad económica real en un entorno de ciclo medio, así como seguir en detalle el riesgo de apalancamiento excesivo para evitar que se genere una reducción muy importante de las inversiones ESG cuando se dé una fase de corrección del mercado con tipos de interés en

aumento.

Mi conclusión es clara. Un análisis fundamental sólido, la diversificación y la mentalidad de evitar el rebaño son esenciales para evitar grandes salidas de capital y un impacto negativo en el crecimiento de inversiones ESG una vez que cambia el ciclo.

No caigas en el error de pensar que cualquier cosa es SRI.

Ya sabemos que 2020 no supuso un frenazo en su crecimiento. Todo lo contrario. Que siga así. Nos beneficia a todos.

17

¿Debe el gobierno «proteger» a las empresas «estratégicas»?

«¡Oye, qué seguridad hay en este hotel!» «Eres el compañero de celda más imbécil que he tenido jamás.»

Enhorabuena, has comprado una acción de una empresa porque es líder y tiene buenos fundamentales..., y viene el gobierno y decide que te va a hacer perder dinero porque la va a «proteger» de compras por parte de empresas extranjeras.

La idea de que una empresa privada es «de un país» no tiene sentido. La empresa es de sus accionistas, y, cuanto más lejos esté el gobierno, mejor.

De hecho, como regla de oro, no invertir en las mal llamadas «empresas estratégicas», semiestatales o altamente intervenidas te va a ahorrar muchos disgustos y dar mucha capacidad para invertir en empresas donde puedas ver valor de verdad.

La estupidez de que un gobierno va a «proteger» a una empresa de los malvados extranjeros parte de dos errores. Primero, pensar que los extranjeros son tontos y quieren hacer mal a la empresa, sus accionistas y sus clientes. Segundo, y más peligroso, pensar que el gobierno tiene buenas intenciones al limitar el accionariado de la empresa. La idea de que un gobierno va a saber mejor qué conviene a una empresa que empresarios e inversores profesionales es simplemente ridícula. La idea de que una empresa es de un país, todavía más. Sobre todo, porque, habitualmente, el gobierno de turno suele considerar estratégica y «suya» a una empresa que ha crecido

precisamente comprando actividad en otros países. ¿Qué nos parecería la idea de que los gobiernos de esos países limitaran el acceso al capital de sus empresas? Nos parecería fatal, porque entendemos, cuando se trata de eso que llaman «nuestras empresas», que lo que hacen la fusión y la adquisición internacionales es mejorar el servicio, la eficiencia y la rentabilidad de la empresa comprada, además de atraer capital hacia el país.

La idea de que un gobierno debe incentivar la inversión extranjera para todo excepto entrar en el capital de una empresa es una bobada. Imagina que te dicen que inviertas millones en un país pero sólo si no tienes ningún control y ningún poder en las decisiones. Seguro que piensas: «Claro, ¿dónde firmo?».

Además, normalmente, cuando un gobierno se presenta «generosamente» a «defender» a una empresa de supuestos malvados compradores, detrás viene una factura en la que interviene en la gestión, la rentabilidad y las decisiones de contratación de esa empresa.

Cuando el gobierno entra por la puerta del consejo de administración, el valor sale por la ventana.

Lo más gracioso es haber visto cómo un gobierno intenta parar una opa de una empresa privada para «preservar su nacionalidad» y termina vendiéndose al Estado de otro país.

Además, no tiene sentido «proteger» el capital de una empresa cotizada en la que toda su deuda, los bonistas, financiadores y proveedores son globales. De hecho, si entendemos bien la realidad de la empresa, la propiedad de las acciones es menos relevante en los llamados «sectores estratégicos» que la propiedad de los bonos emitidos.

¿Crees que un gobierno «protege» a una empresa limitando su capital mientras hace, vía regulatoria y legislativa, que se endeude más, es decir, que dependa más de sus financiadores, y sea menos rentable?

Un gobierno tiene que facilitar la inversión, asegurar unas condiciones mínimas y legislar de manera que las reglas sean claras, sencillas y transparentes para garantizar que se maximiza el valor para accionistas, clientes, suministradores, bonistas y ciudadanos. Si no cumple esos requisitos, todas las medidas antiopa serán infructuosas, porque lo único que hará será llevar a esas empresas llamadas

estratégicas al purgatorio de la irrelevancia.

Recuerda: el cien por cien de cero es cero. Tener el control accionarial de un desastre destructor de valor lo lleva a la irrelevancia mundial y, finalmente, a su desaparición, y encima pone barreras a la atracción de capital.

Si el gobierno quiere de verdad proteger a las empresas, debe facilitar que sus gestores hagan a la empresa inexpugnable por ser más rentable, fuerte y poderosa que sus competidoras.

Si queremos más empresas con sede y dirección en nuestro país, y líderes globales, hay que facilitar el crecimiento empresarial y atraer inversión y capital. Si pones escollos al mercado de capital y a la inversión, dinamitas el tejido empresarial por el lado accionarial y el de la deuda. Y no sólo empeora para las empresas que el gobierno finge proteger, sino para todas.

De nada sirve el miope proteccionismo accionarial cuando las empresas van a seguir requiriendo financiación exterior.

La mejor protección de los intereses nacionales es multiplicar las empresas líderes establecidas en nuestro país, atraer inversión y fomentar un mercado de capital sólido, no intentar defender mal llamados «campeones nacionales» que, por definición, si están «en riesgo de opa», ni son campeones ni son nada.

Recuerda que hay dos maneras de hacer una empresa inexpugnable, invencible ante el posible riesgo de opa: una es hacerla más grande, rentable y fuerte y, con ello, muy cara (¿te crees que los accionistas estarían dispuestos a vender sus acciones si supieran que el equipo gestor crea mucho valor y mejora cada año?); y otra es hacerla más gorda, ineficiente y endeudada y, con ello, «ópticamente» barata, pero imposible de comprar.

Defender a una empresa de una opa haciéndola obesa e ineficiente es el peor ataque.

Se puede legislar, por supuesto, para evitar las acciones empresariales por parte de países que no tienen esa misma libertad de capitales, por lo mismo que se legisla para evitar competencia desleal. Pero eso no tiene nada que ver con lo que hacen los gobiernos frecuentemente cuando intentan limitar el acceso al capital. El objetivo no es proteger nada, sino que los inversores que deseen invertir en el país pasen por el despacho del ministro de turno a rendir pleitesía.

La verdadera defensa de una empresa estratégica es una regulación independiente, una legislación sencilla y un mercado competitivo. Todo lo demás es clientelismo.

¿Y qué pasa si a una empresa estratégica la compra una empresa extranjera? Nada, porque lo que los gobiernos suelen llamar «estratégico» viene de mirar al pasado, no al futuro. El gobierno y los reguladores seguirán siendo los mismos, y la legislación que va a cumplir la empresa será la misma. ¿Y si la compradora sólo tiene como objetivo descapitalizar y vaciar la empresa? ¿Acaso son tontos? ¿Para qué vas a descapitalizar algo que puede generar enorme valor? ¿Es que se van a saltar las leyes y las normativas?

La idea de que un gobierno puede proteger aquello que los gestores y consejeros de la empresa no pueden defender es simplemente inverosímil. Peor aún: la idea de que el gobierno va a fortalecer la rentabilidad y solidez de la empresa es hilarante.

Haz una lista de las empresas que tu gobierno tilde de «estratégicas». Verás que lo que han aprendido a lo largo del tiempo sus sufridos accionistas es que a esas compañías sólo hay que protegerlas de las injerencias políticas.

Si queremos más gigantes líderes globales en nuestro país, tenemos que atraer inversión, no poner grilletes a la que queda. ¿Cómo? Con una fiscalidad atractiva y no confiscatoria, y con seguridad jurídica.

En cualquier caso, y pienses lo que pienses sobre la conveniencia de legislar contra acciones empresariales, lo mejor que puedes hacer como inversor es ser más que cauteloso a la hora de comprar acciones cuando se tilde a una empresa de «estratégica». Te vas a pasar años preguntándote por qué está «tan barata».

18

Criptomonedas: ¿dinero o estafa?

«Todos los que dicen que imprimir moneda crea riqueza deberían recibir su sueldo en pesos argentinos.»

En 2018, un familiar me dijo: «Las criptomonedas son una burbuja, y va a estallar». En 2021 me preguntó si era momento para invertir en Bitcoin. Sorprende cómo cambia la mentalidad... cuando suben los activos.

En 2017, hablando del respaldo de la moneda en la presentación de mi libro *La gran trampa* , [1] un exministro y buen amigo mío vino a decir que el gran riesgo del bitcoin «es que no tiene ningún respaldo». Ante lo que yo le pregunté que cuál era el respaldo de la moneda estatal. Y él contestó: «El monopolio de la creación de dinero». «Aaah, vale», exclamamos los demás allí reunidos.

Lo que nadie puede negar es que la polémica y el debate están servidos.

Hay que recordar de nuevo que una moneda no es dinero. Ya lo hemos explicado. Es simplemente un compromiso de pago. El valor de esa moneda no lo dicta el Estado, ni el banco central ni yo. Lo dicta el último receptor de ese compromiso de pago que lo acepta como unidad de medida, medio de pago generalmente aceptado y reserva de valor. Cuando el Estado destruye uno o todos esos requisitos, la moneda no vale nada y no es dinero.

¿Qué es más arriesgado, el dólar de Zimbabue, el bolívar venezolano o el bitcoin? Los dos primeros son monedas «respaldadas» y emitidas por Estados soberanos y bancos centrales estatales. Los dos primeros están regulados. Sin embargo, no valen nada, porque

ninguno de nosotros, dentro o fuera de los países de emisión, aceptaríamos esa moneda como medio de pago.

Te garantizo que si España no estuviera hoy en el euro y el gobierno estuviese imprimiendo *pedros* (o como llamasen a nuestra moneda) como si no hubiera un mañana, no veríamos las criptomonedas como algo arriesgado.

España realizó siete devaluaciones mal llamadas «competitivas» entre 1959 y 1992, y entre 1992 y 1995 se implementaron otras cuatro devaluaciones para «combatir» la grave crisis de 1992. Se destruyó el poder adquisitivo de la moneda, se tardó doce trimestres en recuperar la economía y el paro apenas bajó del 24 por ciento al 20,8 por ciento. La utilización constante de la depreciación de la moneda para esconder problemas de productividad y estructurales es algo que los gobiernos hacen siempre que pueden, y, conociendo la historia, se habría perpetuado de no haber entrado en la moneda única, el euro.

En España, cuando aún circulaba la peseta y el gobierno destruía su poder adquisitivo cada cierto tiempo con esas «devaluaciones competitivas» (lo cual es un oxímoron en sí mismo), los ciudadanos se refugiaban en la inversión inmobiliaria o en el dólar para evitar ver sus ahorros desvanecerse. De la misma manera, miles de ciudadanos en países como Argentina, Turquía, Irán, Venezuela, etcétera, «escapan» de la destrucción de la moneda a manos del Estado.

El despegue de las criptomonedas coincidió con la crisis de 2008 y una pérdida masiva de confianza en el sistema financiero y monetario, cuando se lanzó el mayor estímulo de la historia por parte de la Reserva Federal. La llamada QE (expansión cuantitativa) hizo saltar las alarmas ante el riesgo de destruir la confianza en el mundo de las divisas fiduciarias cuya emisión se había disparado tras la ruptura del patrón oro.

El 31 de octubre de 2008, Satoshi Nakamoto [2] creó la primera criptomoneda, el bitcoin, una moneda no estatal y con oferta limitada, al contrario que una divisa estatal cuya oferta de masa monetaria, *stock* y flujo se expande por parte del banco central emisor. Merece la pena leer el trabajo con que empezó todo, por su excelente análisis. [3]

En febrero de 2011, el bitcoin alcanzó la paridad con el dólar. En 2013, el bitcoin superaba los mil dólares y ya cotizaba por encima de una onza de oro, que hasta entonces era el activo de reserva y refugio

ante la destrucción de poder adquisitivo de las monedas tradicionales.

Años después, en noviembre de 2021, el bitcoin llegó a cotizar a unos 67.000 dólares la unidad. [4]

La explosión en el número de criptomonedas ha alcanzado niveles espectaculares, llegando hasta unas 16.000, aunque muchas han desaparecido y, en 2021, permanecen unas 8.500.

La capitalización de las criptomonedas ha alcanzado los 3 billones de dólares (noviembre de 2021), [5] liderada por las redes Bitcoin y Ethereum. Bitcoin supone un 40 por ciento del valor del mercado a final de 2021, y Ethereum, un 18 por ciento.

Como se explica en la web de IG:

> Ethereum es una plataforma digital que adopta la tecnología de cadena de bloques (*blockchain*) y expande su uso a una gran variedad de aplicaciones. Ether, su criptomoneda nativa, es la segunda más grande del mercado.
>
> La plataforma Ethereum fue creada en 2015 por Vitalik Buterin, con el objetivo de crear un instrumento para aplicaciones descentralizadas y colaborativas. Ether (ETH), su criptomoneda, es una ficha o símbolo virtual que puede ser utilizado en transacciones que usen este software. Como bitcoin, ether existe como parte de un sistema financiero autónomo de pares, libre de intervención gubernamental. [6]

Todo esto suena muy raro a los que vivimos en la visión tradicional de moneda y transacciones, pero una tecnología, el *blockchain* , está acabando con todas las ineficiencias y mantras que hemos acumulado en el pasado, destruyendo barreras ficticias de entrada, demoliendo pasos inflacionistas e ineficientes en las cadenas de creación de precio.

La moneda, como instrumento de pago, no tiene por qué ser estatal ni mucho menos. En la historia del dinero, hemos visto centenares de ocasiones en que se han creado medios de pago que no necesitaban de un gobierno o Estado para existir. La única razón por la que se popularizaron las monedas estatales es porque se suponía que la emisión por parte de un Estado daría más estabilidad y valor a ese medio de pago… Sin embargo, los ciudadanos de decenas de países del mundo saben que la moneda que emite su Estado va a ver destruido su poder adquisitivo por la emisión descontrolada y muy por encima de la demanda local e internacional. Ante la evidencia de que el Estado traspasará sus desequilibrios a ahorradores y asalariados vía devaluación —destrucción del poder adquisitivo de la moneda—, un número creciente de ciudadanos eligen «escapar» y usar otro medio de

pago y reserva de valor.

Las devaluaciones y la inflación no dejan de ser una transferencia de renta de los ahorradores y asalariados al Estado. Cuando un Estado devalúa la moneda o deja dispararse la inflación depreciando dicha moneda, lo que está haciendo es bajar salarios reales y absorber ahorro de los ciudadanos.

Las criptomonedas y los criptoactivos nacieron como una respuesta a esa incesante voracidad monetaria de los Estados, pero no están exentos de riesgo.

Los criptoactivos son un elemento clave de un sistema que se denomina *blockchain* .

El *blockchain* , o cadena de bloques, es una base de datos que pone a disposición de sus participantes y usuarios una forma de transferir y registrar información de manera segura y sin intermediario ni registro manual. A ti te parecerá normal que el proceso de registro de una compraventa o un contrato lleve semanas, involucre a todo tipo de intermediarios (abogados, bancos, notarios), pero no lo es. *Blockchain* desintermedia todas las transacciones, haciéndolas más rápidas y eficientes, y también dando seguridad.

Con *blockchain* se elimina el intermediario, la firma, la copia de papel y el registrador. Hace que una transacción sea inmediata, barata y segura.

Es una forma revolucionaria de reducir costes, eliminar ineficiencias y reducir el fraude empezando por el riesgo de una administración o Estado que no sea fiable. Para ti, que haces transacciones en países donde la seguridad jurídica es alta y las instituciones independientes y fiables, todo esto te parecerá innecesario, e incluso puede que aceptes los pasos burocráticos, ineficiencias y retrasos como parte de esa seguridad institucional —aunque no entiendo por qué—. Sin embargo, esa fiabilidad institucional no es una garantía en la mayoría de los países del mundo.

Blockchain representa un cambio radical en la concepción de ecosistemas que dependen de la confianza y es hoy lo más parecido a un mercado realmente libre.

Pero *blockchain* no es Bitcoin, ni al revés. Bitcoin es la aplicación más conocida de esta tecnología y, como veremos más adelante, es una combinación de activo financiero y *start-up* de moneda.

No pienses que todo esto es ciencia ficción. El *blockchain* ya se está utilizando en muchos sectores, en las finanzas, la sanidad, la seguridad alimentaria, los contratos de energía o la gestión de la cadena de suministro. Cualquier proceso, transacción o contrato que use contabilidad subyacente puede ser respaldado o asistido por la tecnología de cadena de bloques.

Esto no significa que no exista regulación ni leyes. *Blockchain* no elimina los aspectos legales y regulatorios, sólo los escollos por burocracia o intermediación.

El sistema financiero mundial depende de intermediarios para garantizar la compraventa, liquidación y entrega de activos. Bancos, brókeres, casas de liquidación, abogados, etcétera. El *blockchain* elimina todos los pasos innecesarios, haciendo las transacciones inmediatas.

¿Cómo funciona *blockchain* ? Las transacciones tradicionales siguen un proceso lineal. El tercer paso no puede ocurrir hasta que se haya completado el primero y el segundo. Una base de datos tradicional estructura la información en tablas. En cambio, el *blockchain* lo hace en bloques. «Cada bloque almacena un conjunto de datos, que al rellenarse se vincula al bloque previo, formando así una cadena. Cuando se rellena, un bloque ya no puede alterarse y pasa a formar parte del cronograma: cada bloque recibe una marca de tiempo cuando se añade a la cadena.» [7]

«El *blockchain* puede ser una tecnología responsable útil para el inversor, al poder aportar transparencia en muchas áreas del mercado. Está siendo adoptada por gobiernos de todo el mundo en ámbitos como la banca, el voto, los registros médicos, el pago de impuestos y muchos otros. La cadena de bloques puede respaldar el componente gubernamental de los factores medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) y crear otras oportunidades para ayudar a resolver varios problemas medioambientales y sociales», explica BNY Mellon.

Pues bien, dentro de esta revolución tecnológica en la que se están creando ecosistemas completamente disruptivos e innovadores se encuentran las criptomonedas, que son una parte muy pequeña pero muy mediática de una revolución que está cambiando el mundo que conocemos.

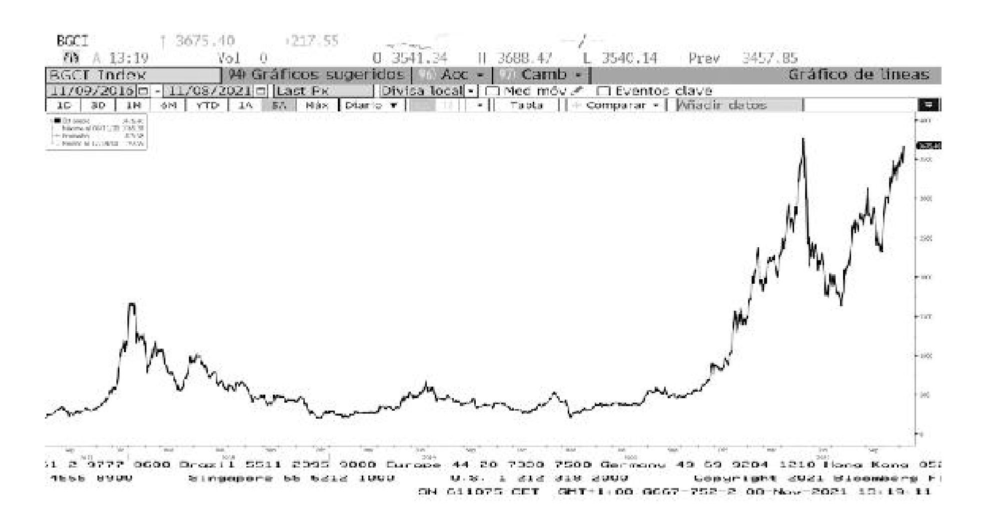
De hecho, puedes tener una visión positiva o negativa de las

criptomonedas, pero no debes olvidar que *blockchain* y los ecosistemas similares no sólo han llegado para quedarse, sino que son imparables. Se estima que para 2027, casi el 50 por ciento de las transacciones comerciales y legales globales se harán en *blockchain* .

(Si eres abogado, banquero, registrador de propiedad o notario, por ejemplo, deberías informarte urgentemente sobre *blockchain* .)

La capitalización del mercado de criptomonedas superaba los tres billones de dólares a nivel global a finales de 2021.

Gráfico 18.1. Índice global de materias primas



Fuente: Elaboración propia a partir de Bloomberg.

Como suele ocurrir con casi todos los activos, los titulares de prensa se multiplican cuando el precio de las criptomonedas sube, y con ello las declaraciones de los bancos centrales. Christine Lagarde, presidenta del BCE desde noviembre de 2019, fue especialmente agresiva, acusando al bitcoin de haber sido usado en «transacciones condenables, como el blanqueo de dinero», y de ser un «activo altamente especulativo» que debe ser «regulado a nivel global». [8] Por eso conviene recordar que las criptomonedas son una respuesta al enorme exceso monetario implementado por los bancos centrales desde hace años. De hecho, el avance de estas criptomonedas está totalmente correlacionado con el aumento sin control de los balances de los bancos centrales.

No nos puede sorprender que, cuando el balance de los

principales bancos centrales se ha disparado a más de 20 billones de dólares en 2021, imponiendo tipos negativos reales y nominales, se multiplique el valor de un activo que funciona como una *start-up* de moneda que no controlan dichos bancos centrales. Se trata de una moneda que no está sujeta al proceso de destrucción de poder adquisitivo que llevan a cabo las autoridades monetarias ligadas a los gobiernos y que buscan generar inflación por decreto.

Como mínimo, resulta sorprendente que se acuse a las criptomonedas de ser usadas en el blanqueo de dinero. La inmensa mayoría del blanqueo de dinero a escala global se hace con monedas fiduciarias, sobre todo con las monedas de reserva, el dólar y el euro. [9] Y eso no nos lleva a demonizar dichas monedas.

Si alguien compra droga o armas ilegalmente con dólares no es una razón para prohibir el dólar, ¿verdad? Bien, pues de la misma manera no se puede demonizar el bitcoin o cualquier criptomoneda.

Nos dicen que es un activo altamente especulativo. Nadie lo duda. La enorme diferencia entre el bitcoin y la expansión monetaria de los bancos centrales es que si el bitcoin cae o sube mucho sólo les afecta a aquellos que invierten en dicho activo, muy pocas personas en el mundo. Sin embargo, la represión financiera y el exceso monetario de los bancos centrales nos afecta a todos.

Los bancos centrales del mundo deberían preocuparse por la enorme burbuja de bonos soberanos que han creado y por blanquear a Estados insolventes financiándose a tipos negativos de manera artificial, no por su calidad crediticia ni por su solvencia.

Si mañana el bitcoin o el ether caen un 30 por ciento, a casi nadie le afecta. Cuando se incentiva el endeudamiento, se manipula el coste del dinero, y con ello se disfraza el nivel de riesgo real, y los afectados son miles de millones de ciudadanos. Es mucho peor.

Cuando estalla una burbuja de exceso de riesgo creada por el aumento masivo de la masa monetaria y los tipos negativos, los millones de ciudadanos más afectados son los que ni invierten en bolsa ni en bonos.

Si las criptomonedas fueran una burbuja y explotase, no desencadenaría una crisis mundial: sólo perderá su dinero aquel que haya invertido en ellas. Si explota la burbuja de deuda soberana impulsada por los bancos centrales, la crisis va a ser enorme y profunda, y, sobre todo, afectará a todos.

Por eso sorprende la virulencia del ataque de algunos bancos centrales a un activo (las criptomonedas) que es, según sus propias palabras, minoritario, especulativo y ridículo.

¿Has escuchado a algún miembro de un banco central alertar ante el riesgo de comprar bonos de Estados quebrados que tienen rentabilidad negativa? No. ¿Has escuchado a alguno criticar la subida exponencial de las valoraciones bursátiles sin respaldo de beneficios? Sí, pero sólo cuando dejan de trabajar en el banco central.

Si el bitcoin es un activo especulativo, ¿qué es una moneda que se emite sin otro respaldo que el de monopolizar la emisión de dinero? ¿Qué es un bono de un Estado en quiebra que cotiza con prima de riesgo bajísima por la acción artificial del banco central?

En realidad, las criptomonedas no son nada más que una respuesta a la destrucción del poder adquisitivo de las monedas nacionales a beneficio de los Estados, que son los que se benefician de la inflación y la depreciación.

No es una casualidad que el bitcoin y otras criptomonedas hayan visto dispararse su demanda en países donde la acción gubernamental y monetaria busca activamente la destrucción del poder adquisitivo de la moneda.

Un ciudadano argentino, turco, iraní o venezolano sabe que el gobierno seguirá destruyendo su moneda como política nacional y, por lo tanto, se refugia en el oro, la plata, los dólares... o el bitcoin.

Para un ciudadano europeo o estadounidense, la volatilidad de las criptomonedas y su riesgo es algo que debe tenerse en cuenta, porque sus monedas son relativamente estables, pero a un ciudadano de los más de 70 países que ven su moneda depreciarse anualmente más de un 10-20 por ciento y sus ahorros y salarios reales desaparecer no le preocupa tanto la volatilidad del bitcoin como la certeza de que su gobierno va a hundir su moneda.

El problema es que a los gobiernos y a los bancos centrales no les gusta la competencia y quieren mantener el monopolio de la creación de dinero. ¿Para qué?

Piénsalo. El bitcoin es sólo una amenaza para el euro o el dólar o cualquier moneda estatal si lo que quieres es depreciarla y manipularla a placer.

Si el gobierno o banco central supiera que va a mantener la confianza y la seguridad en el poder adquisitivo y la fortaleza de la

moneda, jamás vería una amenaza o un problema en el bitcoin.

Que no te engañen. Si la política del banco central para el euro o el dólar es defender su fortaleza y su confianza, el bitcoin desaparecerá sólo ante la evidencia de que la moneda estatal es más fiable, segura y con más valor.

¿Cuál es el problema? Que, al intentar prohibir y demonizar las criptomonedas, queda en evidencia que la política monetaria no busca preservar el poder adquisitivo de la moneda, sino erosionarlo a beneficio de los gobiernos. La inflación: el impuesto de los pobres. Por eso se ataca a Bitcoin y otras redes de criptomonedas.

Imagina que tienes el monopolio de vender cerveza. Si tu cerveza es la de mayor calidad y sabor más delicioso, que aparezcan otras cervezas no sólo no te hace daño, sino que te incentiva a seguir mejorando en calidad y sabor. Por lo único por lo que a un productor de cerveza le puede molestar la competencia es porque quiere producir una mala bebida, aguada e insípida, pero que nadie le quite su mercado.

Un Estado tiene todas las ventajas y requisitos para hacer de una moneda un activo atractivo, estable y demandado. Si le tiene miedo a la competencia de un activo volátil y minúsculo es que no tiene como objetivo mantener su moneda estable, atractiva y demandada.

Los gobiernos no quieren entender que una moneda no es un activo de reserva porque lo diga un político, sino porque lo deciden los ciudadanos cada día. El proceso de transición de activo a moneda de uso generalizado no lo decide ni lo impone un gobierno, lo decidimos todos y cada uno de nosotros cada día. Si el bitcoin no es una moneda, lo decidiremos todos con el tiempo, no lo impondrá la represión.

La demanda de una moneda no la puede imponer un Estado, aunque crea que sí puede. A partir de experiencias de países que van desde Argentina hasta Venezuela, Cuba, la antigua URSS, Irán, etcétera, la evidencia es que la represión gubernamental no sólo no mantiene la demanda de la moneda, sino que la hunde.

La de que un Estado puede emitir toda la moneda que desee porque puede imponer su uso y su demanda es una idea falaz, y está tan desmontada por la realidad que parece ridículo tener que debatirla.

Y que prohibir y reprimir el uso de una criptomoneda la va a

hacer desaparecer parece muy atractivo para un ente que busca mantener su monopolio, pero se olvida de que la inmensa mayoría de las monedas que han desaparecido en los últimos setenta años eran precisamente monedas que el gobierno pretendía imponer con un valor que los ciudadanos sabían que era falso y sin demanda real.

El resurgimiento de los refugios contra la destrucción de las monedas por parte de los Estados no es una novedad, pero se aceleró con la generalización de las políticas de represión financiera —devaluar y bajar tipos— que más de veinticinco bancos centrales llevaron a cabo desde 2008.

El asalto al ahorrador ha sido incesante, con una desastrosa política monetaria que busca arrancar de los ciudadanos sus ahorros para sostener desequilibrios estatales inasumibles.

La búsqueda de formas de preservar la riqueza en una sociedad, en la clase media en particular, que posee la mayor parte de la misma en depósitos, hace que los ciudadanos busquen cualquier forma de evitar el asalto a su bolsillo mediante la impresión masiva de dinero y el aumento de la masa monetaria.

La diferencia entre el bitcoin y el oro en los últimos años es fundamentalmente que, mientras uno se ha ido afianzando como posible moneda y como reserva de valor a medida que se disipaban las dudas, [10] el oro se revalorizaba menos, simplemente por un factor financiero: el oro como activo líquido para inversión; aunque la demanda de oro continúe siendo superior a la oferta. En realidad, el oro perdía parte de su atractivo como reserva de valor si no se percibía un riesgo de crisis o estanflación. Como, además, el exceso de inflación sí se ha dado, y de manera agresiva, en los activos financieros —en particular en los bonos—, el bitcoin ha reemplazado parte de esa reserva de valor.

El bitcoin no es aún una realidad como moneda libre de uso global, es una expectativa, y por tanto su evolución depende de ir consiguiendo implantarse globalmente y aclarar las dudas sobre su valor como refugio.

El bitcoin y otras criptomonedas nacen como un medio de pago en el que los Estados no pueden interferir en la masa monetaria, en el que no se puede crear dinero falso no respaldado por el ahorro, y en el cual se puede uno refugiar del asalto al ahorrador que supone la creciente represión financiera impuesta por los gobiernos y bancos

centrales. Las dudas llegan cuando el «refugio» es virtual y, por tanto, siempre sujeto a ataques informáticos. Además, la historia me hace temer la reacción confiscatoria de los Estados cuando alcance —si lo hace— una implementación «peligrosamente alta». Recuerda a Roosevelt cuando decidió confiscar el oro de sus ciudadanos en 1933. «Por su bien», claro.

La red Bitcoin está mostrando ser una potente red de intercambio, y la revalorización o caída de su moneda, el bitcoin, es una anécdota para titulares, no lo que importa. Lo que es importante es que muestra que los que confían en esa red mantienen sus posiciones a medio plazo. Pero el bitcoin no es una moneda hasta que se pueda usar como medio de pago generalmente aceptado de bienes, servicios, impuestos y deudas.

Lo que nos demuestra el auge de las criptomonedas es que una parte creciente de los ciudadanos sigue buscando maneras de guarecerse ante el asalto de la política monetaria que pretende que sean los depósitos de los ahorradores los que paguen las deudas de los ineficientes.

El bitcoin no es aún una moneda; es una *start-up* de moneda. Su valor no lo dicta un economista de cincuenta y tantos años ni un ministro; su valor lo dictas tú cada día.

A nosotros nos puede parecer que una criptomoneda es una burbuja y una falacia, igual que hace unos años pensábamos que un objeto de arte no tenía valor si no era una escultura o cuadro pintado al uso. El arte, que siempre va por delante de las normas y tradiciones, nos da muchas respuestas. No es casualidad que hoy sea el arte el que ha liderado el concepto de NFT (*non-fungible token*). [11] Igual que alguien pudo decir en el pasado que un cuadro de Miró no era arte o, más actualmente, que un vídeo con imágenes electrónicas no es arte, hoy nos dicen que bitcoin no es una moneda sólo porque lo dice el gobierno.

¿Qué es lo que hace al oro ser dinero y valioso? El oro es valioso porque todos creemos que lo es, porque tiene una historia de uso y reserva de valor suficiente y porque su oferta es limitada.

¿Qué es lo que hace valioso un cuadro de Van Gogh hoy cuando no se le daba ningún valor cuando lo pintó? La demanda creciente y una oferta limitada.

¿Qué es lo que hace que una instalación artística con un plátano

pegado en una pared con cinta americana sea valiosa? [12] No el hecho de que a mí o a un ministro nos parezca que «eso no es arte», sino la demanda y la exclusividad de la oferta. Por supuesto que escucharás que obras de Damien Hirst, Wilfredo Prieto, Cool 3D World o Banksy son «chorradas» o «burbujas», o que «no son arte», pero pasa una cosa: eso no lo decides tú (ni yo). Tampoco puedes pensar que si has comprado una instalación de un plátano por varios millones los vaya a valer en el futuro o que todas las instalaciones de plátanos en una pared van a valer millones. Pues eso. Que es muy difícil, y para eso hay expertos.

¿Qué es lo que hace al dólar o al euro valiosos? Lo mismo, con una diferencia: su oferta ya no es limitada y, lo que es peor, millones de ciudadanos empiezan a temer que el objetivo de los bancos centrales no es mantenerlos valiosos, sino depreciarlos constantemente para diluir los desequilibrios de Estados endeudados.

¿Qué es lo que hace al bitcoin o al ether valiosos? El bitcoin y las criptomonedas son un activo volátil, arriesgado y complejo, pero no una herramienta de blanqueo de dinero. Son *start-ups* de moneda y su labor como alternativa se probará con el tiempo.

Su utilización, que se decía que iba a desaparecer en poco tiempo, ha aumentado; y los que en 2008 decían que iba a acabarse pronto se han equivocado plenamente.

Pero, en criptomonedas, debemos diferenciar entre activo financiero como inversión (volátil, arriesgado) y como alternativa a las monedas controladas por Estados.

Recordemos que, una moneda, para poder serlo, debe cumplir tres requisitos: ser medio de pago generalmente utilizado (aceptada por una mayoría); ser una reserva de valor (que permita preservar su valor, los salarios y ahorros en términos reales); y ser una unidad de medida (que sirva para medir valor pecuniario en transacciones).

Curiosamente, decenas de monedas gubernamentales en los últimos años incumplen los tres requisitos. En el mundo hay más de setenta monedas que no cumplen ninguno de esos requisitos y, sin embargo, siguen emitiéndose como si sirvieran para algo, convirtiéndolas en papel y metal inservibles.

Los mismos que te dicen que las criptomonedas van a desaparecer te ocultan que en los últimos veinte años han desaparecido muchas monedas gubernamentales.

Me parece peligroso el hecho de que podamos leer a tanta gente de los mercados financieros aplaudiendo la represión, prohibición e intervención de las criptomonedas. Deberían tener cuidado con lo que desean, porque detrás de esa defensa de la represión viene la confiscación de sus ahorros y sus propiedades.

Que los bancos centrales y los gobiernos prohíban las criptomonedas independientes no va a fortalecer la confianza de los ciudadanos en su moneda nacional. Lo que hará es que acudan al oro, a la plata o a cualquier reserva de valor antes que aceptar una moneda con la que se erosiona el poder adquisitivo diariamente por directriz gubernamental.

Los bancos centrales saben perfectamente todo esto, y las críticas agresivas al bitcoin y a otras criptomonedas llegan precisamente en un momento en el que saben que sus políticas no son eternas y que sus herramientas son limitadas, aunque también saben que han creado un monstruo en los gobiernos que se ha acostumbrado a solucionar problemas de alto déficit con más déficit.

Los bancos centrales deben preocuparse menos por las criptomonedas y más por fortalecer su independencia y su moneda como reserva de valor y medio de pago valorado mundialmente. Eso sólo se consigue recuperando la cordura monetaria y recordando que el objetivo de un banco central no es hacer que Estados insolventes gasten sin control, sino facilitar la liquidez; recordando que no son el garante de primer recurso, sino el de último recurso.

Los bancos centrales deben escuchar más a los que queremos que sobrevivan el dólar o el euro porque son monedas fiables y valiosas y escuchar menos a los que dicen que hay que aumentar desequilibrios eternamente imponiendo la represión y la destrucción monetaria.

¿Por qué? Porque los que les dicen que pueden aumentar la masa monetaria eternamente y destruir la moneda sin consecuencias son los mismos que, cuando defienden en Argentina, Turquía, Irán, Brasil o Venezuela la magia monetaria, acuden a dar sus charlas cobrando en dólares.

Destruir el poder adquisitivo de una moneda no es una política social. Si a los bancos centrales les preocupa el bitcoin porque se fortalece al no aumentar su oferta agresivamente, que aprendan que lo que preservará la existencia del euro o del dólar será exactamente eso, defender su poder adquisitivo, no hundirlo.

Bitcoin no es una amenaza, es una advertencia.

Ante el avance de las criptomonedas, varios bancos centrales han barajado la posibilidad de lanzar una moneda digital. El lector pensará que el euro, el dólar, el yen y tantas otras monedas ya son monedas digitales, dado que la mayoría de las transacciones se hacen vía electrónica y sin intercambio de efectivo. Es un error típico. Una moneda digital es mucho más que una moneda que se beneficia de los avances tecnológicos. Lanzar una moneda completamente digital supondría que el banco central llevará a cabo todo el control.

Surgen varias dudas. La primera es que los bancos centrales no parecen entender que la razón por la que los ciudadanos están comprando bitcoins, ethers u otras criptomonedas no es sólo porque sean digitales, **sino fundamentalmente porque no están sujetas a la constante manipulación por parte de un banco central** .

En realidad, una criptomoneda de un banco central o estatal es una contradicción en sus términos, un oxímoron. Lo que los ciudadanos están demandando son monedas en las que un Estado o banco central sea incapaz de aumentar la masa monetaria, manipular la oferta e intervenir los tipos de interés. Podemos debatir si esa demanda es alta o baja, pero no que el avance de las criptomonedas es una consecuencia directa de la represión financiera de los bancos centrales, una respuesta al enorme aumento de masa monetaria global. Por eso una moneda digital controlada por un banco central incorpora los mismos riesgos de pérdida de poder adquisitivo y de utilización en favor de los gobiernos que una moneda tradicional.

Y aquí entran los riesgos de estas mal llamadas monedas digitales de los bancos centrales: el primero, el de privacidad; y el segundo, el de acelerar aún más las políticas inflacionistas.

Una moneda de la que el banco central tiene toda la información sobre su uso a cada momento no sólo genera problemas de privacidad sino también de desigualdad. Una enorme cantidad de ciudadanos, simplemente, no pueden usar medios electrónicos en sus transacciones diarias.

El problema de desigualdad que se crea para personas pobres y sin medios tecnológicos es muy grande, y ha sido estudiado en diferentes ocasiones. No sólo genera una muy pequeña reducción de la economía informal o sumergida, que pasa a usar otras monedas (como el dólar) o medios de pago, sino que desplaza de la actividad

económica a las capas más desprotegidas.

No podemos ignorar el riesgo de multiplicar las políticas inflacionistas y la masa monetaria mucho más que ahora. Uno de los límites a la política monetaria mal llamada expansiva es precisamente que el mecanismo de transmisión se hace, en las economías desarrolladas, a través del canal bancario, lo cual pone frenos al aumento indiscriminado, ya que la liquidez excesiva no se traduce en destrucción de poder adquisitivo de la moneda, sino que se queda en el sistema. Al eliminar los mecanismos de transmisión, que funcionan como un freno a la política monetaria si la demanda real de crédito no existe, se crea el riesgo de caer en un inflacionismo peligroso.

Las ventajas de las monedas digitales ya las vivimos sin crear nada nuevo. Como explicaba al principio, la comodidad, seguridad y facilidad para hacer transacciones ya existen con el euro o el dólar como los conocemos y, además, mantener el efectivo permite la privacidad, la equidad y la oportunidad para las capas más desfavorecidas y aquellos que no tienen cuentas bancarias o medios tecnológicos.

Es un error inmenso asumir que el efectivo se use para defraudar o cometer delitos, igual que lo es pensar que las criptomonedas se usan para llevar a cabo actividades ilegales o terroristas. La inmensa mayoría de las actividades ilegales mundiales se hacen en dólares estadounidenses, y eso no nos lleva a atacar esa moneda. De la misma manera, pensar que eliminando el efectivo se eliminarán esas actividades es no conocer la realidad de lo que es una moneda. Una moneda lo es cuando es medio de pago generalizado, unidad de medida y reserva de valor. Esta tercera condición es la que parece que muchos bancos centrales ignoran. Si defienden que su moneda sea reserva de valor, la tecnología y la digitalización apoyarán su posición como bancos centrales de moneda de reserva. Si no lo hacen, ni la tecnología ni la represión evitarán que se pierda la confianza en su moneda.

Las criptomonedas tienen mucho camino que recorrer para convertirse en dinero. Pero no debemos equivocarnos pensando que es lo mismo ser un medio de pago tecnológico que ser un valor financiero como inversión.

Las criptomonedas no serían una amenaza, ni siquiera una anécdota, si los bancos centrales defendieran el poder adquisitivo de

ahorros y salarios y no incentivaran el exceso de endeudamiento con políticas mal llamadas expansivas.

Las criptomonedas como activo de inversión tienen varios factores de riesgo. Si quieres invertir en criptomonedas debes conocer bien tu tolerancia al riesgo:

- No puedes ser un inversor que se aterre por una caída del 5 por ciento de la bolsa y luego pedir invertir en un activo que puede caer un 50 por ciento en un día.
- No puedes ignorar el riesgo de prohibiciones, limitaciones regulatorias y trabas de todo tipo a medida que se conviertan en alternativa a las monedas estatales.
- No puedes ignorar que la mayoría desaparecerán. Hayek, mucho antes de que existiera internet, escribió un trabajo sobre la elección de monedas para combatir la inflación, titulado *Choice in currency* , [13] en el que ya explicaba que se crearían monedas independientes cuando la confianza en las monedas de los Estados se viera negativamente impactada por las políticas inflacionistas. Y que la mayoría de esas monedas desaparecerían, y algunas crecerían.

Muchas criptomonedas se han convertido en lo mismo que buscaban atacar. Son activos financieros procíclicos, no contracíclicos; suben cuando sube la bolsa y los activos de riesgo, y bajan igual y más en caídas.

No se puede pensar en una criptomoneda como reserva de valor, porque la oferta no crece si se une a miles de otras criptomonedas... En realidad el aumento exponencial de criptomonedas es lo mismo que un aumento masivo de la masa monetaria global de todas las monedas fiat (dinero fiduciario).

En inversión en criptomonedas, la diversificación es un error. Es como invertir en *start-ups* de biotecnología: son inversiones volátiles y arriesgadas, y la mayoría de esas empresas desaparecerán. Tienes que saber que la mayoría de las criptomonedas desaparecerán. Elige las que veas como verdadera alternativa.

Si quieres evitar la volatilidad, usa estrategias neutrales en futuros donde puedas tomar posiciones cortas y largas. Hay muchos fondos que lo están haciendo sin sufrir la volatilidad de la

criptomoneda.

No pienses en una criptomoneda como un activo que sólo puede subir y que cuando baja es por culpa de alguna conspiración. Los inversores en criptomonedas y criptoactivos analizan la demanda real y el proceso de conversión en alternativas reales.

No te dejes cegar por lo que haya subido algo en el pasado. Que un rapero multimillonario venda un NFT de un meme por 30 millones de dólares no significa que el tuyo vaya a valer ni eso ni una fracción de eso. Un trozo de papel con dibujos de John Lennon vale millones; un trozo de papel con dibujos míos vale menos que el papel en el que están garabateados.

Y, recuerda, el valor no lo decides tú.

Una cosa que siempre me ha preocupado de las criptomonedas es que, en charlas y entrevistas, todo el mundo te pregunta sobre ellas cuando suben pero pocos preguntan sobre ellas cuando se desploman.

Los expertos en invertir en criptomonedas son los primeros que reconocen la volatilidad, el riesgo, los peligros y los obstáculos en el proceso de convertirse en reserva de valor. Haz lo mismo y no caigas en la sandez de comprar sólo porque están subiendo mucho.

Pero tampoco caigas en la sandez de creer eso de que si compras una acción o un bono o una moneda estatal tienen valor sólo porque están soportados por activos reales. En tecnología, el activo más valioso es el de mayor demanda y efecto disruptivo e innovador, el más aceptado por la mayoría. Lo bueno de la tecnología es que es fastidiosamente democrática. Si nosotros no decidimos que sea un éxito, no lo es, diga lo que diga el gobierno de turno.

19

Materias primas: no es oro todo lo que reluce

«¿Has visto lo que ha subido la gasolina?»
«No, yo siempre pongo 20 euros.»

Nunca se me ocurrió mirar al oro como alternativa de inversión. Fueron Susan y Peter quienes lo incorporaban como colchón. «No es para defenderte de la inflación, es para defenderte de una fuerte corrección», me decía Susan. «En un mundo de dinero ficticio, el oro te acerca a la realidad», comentaba Peter.

«El oro es dinero, todo lo demás es crédito.» Esto último lo dijo J. P. Morgan en 1912, y no le faltaba razón. El oro tiene una historia incuestionable y de siglos como reserva de valor, medio de pago y unidad de medida. Nadie lo puede cuestionar, y, cuando nos dicen que el oro no vale nada y sólo es un metal amarillo, esos que lo dicen son los primeros que saben que las monedas estatales son frágiles y no duran mucho tiempo, pero el oro lleva siglos valiendo como medio de pago. Lo mismo ocurre con la plata. Que suba más o menos de valor no quita que su historial sea incuestionable como reserva de valor.

Como inversor, te interesa pensar en el oro, la plata o el platino, los metales preciosos, porque en un mundo de locura monetaria donde la bolsa, los bonos y los activos de riesgo están muy correlacionados, el oro y otros metales preciosos están descorrelacionados de la renta fija y de la renta variable y funcionan, como hemos comentado antes, como «defensa y portero» en una cartera realmente diversificada.

Pero no sólo eso. Cuanto más aumentan los bancos centrales la masa monetaria, más oro tienen que comprar para mantener sus reservas relativamente estables. Por tanto, la expansión monetaria actual hace que la demanda del metal también aumente, con una

oferta limitada. A esto hay que sumar que, en los países emergentes, donde la inflación es alta, una de las pocas formas que tienen los pequeños ahorradores de proteger el valor de sus ahorros es comprando oro.

Si te gusta el oro, ciertamente te tiene que gustar la plata, el platino y el paladio. Teniendo en cuenta el nivel de riesgo cíclico que tomamos en una cartera habitual, aunque tenga bonos aparentemente defensivos, creo que necesitamos tener metales preciosos como «airbag» en nuestro vehículo de inversión, como protección ante una corrección.

No tienes por qué ver el oro o los metales preciosos como «algo que sólo tiene que subir». Tienes que verlo como una reserva de valor y un elemento de verdadera diversificación.

Es curioso, pero la locura monetaria que hemos vivido hace que el oro no suba mucho, e incluso que baje. Pero cuando escuches que «baja», no olvides diferenciar entre oro «de papel» (ETF, activos ligados al precio) y oro físico. Porque la dinámica de oferta y demanda de oro físico es tremendamente positiva a corto y medio plazo.

El que te suele decir que el oro es una mala inversión a largo plazo probablemente sea la misma persona que lleva años diciéndote que los bancos están muy baratos.

No olvidemos que los inversores globales buscan oportunidades para encontrar una buena inversión comparada con su moneda local. Para el inversor en dólares estadounidenses, el oro puede ser una inversión de poca revalorización…, pero sólo mientras Estados Unidos siga teniendo la moneda de reserva del mundo, lo cual es más que debatible si continúa la locura actual. Lo que es incuestionable es que con el oro los inversores de tantos países donde la moneda no para de depreciarse obtienen respecto de ella un rendimiento mucho mejor.

Hay un nuevo oro en el mercado de materias primas, y son las llamadas *tierras raras* , esenciales en la fabricación de componentes para tecnología, en energías renovables, etcétera.

Pero, cuidado, porque las reservas de tierras raras no cambian el juego de la guerra comercial global que hemos visto entre China y Estados Unidos. ¿Por qué? Porque hay muchas. Estados Unidos tiene cubiertos más de 140 años de su consumo anual en reservas nacionales y puede utilizar fuentes alternativas, beneficiando a otras

economías de mercados emergentes. [1] La mayoría de las empresas que toman parte en la minería de tierras raras generan beneficios que están muy por debajo del costo de capital o bien generan pérdidas. Muchas empresas que explotan tierras raras no cubren sus costes de explotación con sus ingresos.

Como muchas otras industrias mineras, muchos mineros de tierras raras trabajan en una estrategia de «correr para seguir parado» (*running to stand still*), según la cual necesitan aumentar las ventas y la producción o atraer fondos para recuperar las pérdidas de capital o financiar la exploración.

Las tierras raras no son un arma en una guerra comercial, porque China sería percibida como un socio poco confiable en varios sectores y se aceleraría el desarrollo de fuentes alternativas.

Al igual que ocurre con las amenazas de la OPEP sobre la producción de petróleo, caso en que los recortes han acelerado la sustitución de tecnología, el uso de combustibles alternativos (como el petróleo de esquisto) y el logro de una mayor eficiencia, amenazar a los clientes cuando eres un proveedor de materias primas como las tierras raras es una muy mala idea.

Es verdad que muchos productores de materiales de tierras raras son chinos, pero las minas no tienen su sede en China. No es tan sencillo «ahogar la oferta».

Las tierras raras deben verse como lo que son: cíclicas y muy dependientes de la demanda marginal. Y no olvidemos que lo último que debería hacer un productor de materias primas es mirar a su mayor cliente e intentar hacerle daño. Siempre sale mal. La historia del cobre, el aluminio, el petróleo, el carbón y tantas otras materias primas está llena de acciones equivocadas que buscaban «subir el precio a cualquier costo» y que siempre resultaron contraproducentes.

Cuando hablamos de inversión en materias primas debemos empezar por tres recomendaciones:

- *Olvida las teorías de la conspiración.* A muchos inversores minoritarios les gusta invertir pensando que el petróleo se va a acabar, suponiendo lo que piensa Putin o lo que va a decidir Chile en cobre o Arabia Saudí... No caigas en entelequias. Muchos inversores prefieren mirar titulares sobre conspiraciones geopolíticas, estimaciones del fin del mundo o supuestas

estrategias a puerta cerrada de líderes aparentemente omnipotentes que analizar la demanda y oferta, el suministro disponible y el almacenamiento. Esto último es más aburrido, pero mucho más realista. Como explicamos en el libro *La madre de todas las batallas* , [2] el precio de las materias primas es mucho menos dependiente de las entelequias conspiratorias de lo que se piensa. En ese libro dijimos que «el último barril de petróleo no valdrá millones, valdrá cero». Si de verdad se estuviese acabando un material esencial, ya se habría sustituido en el proceso productivo hace años.

- *No compres acciones si lo que quieres es comprar materias primas.* Es muy mala idea comprar petroleras si crees que va a subir el petróleo o mineras de oro si crees que va a subir el oro. ¡Compra el activo subyacente y evita tomar riesgo operacional y de balance!
- *En materias primas no existe la subida perenne.* Muchas veces leerás que el gas natural o el petróleo «suben a máximos». Te sorprenderá saber que muchas de esas materias primas siguen a niveles muy bajos en términos reales. No pienses en tendencias nominales en materias primas. Es una sandez.

Hablar de materias primas como inversor y analizar China es clave, ya que es el principal importador y, además, el responsable (en la mayoría de los casos) de la compra marginal en tiempos alcistas. Suele ser China la que tira del precio, ya que el mercado de materias primas es, como todos, marginalista. Pero, ojo, tira al alza... y a la baja.

La economía china es cada vez menos industrial y cada vez más de servicios, porque el modelo anterior no era sostenible. Atrás quedan las acerías que fabricaban para luego volver a fundir lo producido, las ciudades fantasma y los 28 millones de casas sin vender... Y también las hileras de molinos de viento y paneles solares sin conectarse a la red. Cualquiera que las haya visto nunca lo olvidará.

Nadie puede considerar ese cambio como negativo. Corea del Sur o Taiwán llevaron a cabo esa transición sin problema, sólo tuvieron que adaptarse a crecimientos más sostenibles. Otra cosa es que, dado que el exceso de endeudamiento chino es enorme, sobre todo en las

empresas estatales, el aterrizaje no es tan sencillo. Porque la economía cada vez ahorra menos y se endeuda más.

El hecho de que una gran parte de esa deuda sea financiada internamente por bancos locales no mitiga el riesgo. Un esquema piramidal no deja de serlo porque los partícipes se presten mutuamente.

Tener casi un 300 por ciento de deuda sobre el PIB cuando el 48 por ciento de las empresas del índice Hang Seng (sobre todo las semiestatales) no generan rentabilidades por encima de su coste de capital es un enorme problema. Esa deuda no desaparece y tiene un gran impacto sobre la capacidad de financiación de los sectores productivos. De hecho, es una losa a medio plazo en aquellos sectores que no pueden sobrevivir sin deuda adicional, que son, curiosamente, los sectores llamados *estratégicos* . Siempre igual: sale esa palabra y se traduce en pérdidas.

Pues bien, el frenazo de la «vieja economía china» no es cíclico, sino estructural; y tiene un enorme impacto a medio plazo en el mercado de materias primas. Estamos viéndolo de manera muy relevante en la demanda de carbón, cobre, mineral de hierro y petróleo, creando una sobrecapacidad productiva que mantiene los precios moderados a medio y largo plazo, aunque haya repuntes puntuales. No olvidemos que cuando leemos que el petróleo se ha «disparado» a 95 dólares el barril, eso significa que está a niveles vistos en la década de 1970 en términos reales —descontando la inflación— y que está muy por debajo de los niveles que alcanzó antes de la crisis de 2008.

Los productores de materias primas se habían acostumbrado a una demanda eternamente creciente impulsada por China, y ahora se enfrentan a un mundo más eficiente, a un crecimiento del PIB cada vez menos dependiente del uso de materias primas (sobre todo energéticas) y a la diversificación tecnológica, retos a los que los productores, sobre todo de mineral de hierro, carbón y cobre, siempre responden intentando reponer ingresos produciendo más, pensando que en un futuro cercano se revertirá la ralentización de la demanda.

No debemos ignorar el «efecto almacén». Una importante cantidad de materias primas adquiridas por China no se consumen, sólo se almacenan. Algunas, como el cobre, se usan como colateral para préstamos de alto riesgo. Estimar la demanda sin ajustar ese

efecto «maquillaje» ha sido letal para muchos productores.

No es una sorpresa ver que, en 2021, con los precios disparados, el mineral de hierro cayó con una China en desaceleración. Y en carbón, como en cobre, China hace y deshace un ciclo de revalorización.

Por lo tanto, cuando mires las materias primas que más consume China, analiza el ciclo de expansión o contracción de la demanda marginal del país y podrás ver el ciclo alcista o bajista más claramente que si te dejas llevar por teorías distópicas.

En petróleo, no podemos olvidar que, a pesar de la subida de 2021, el precio sigue a niveles reales (descontada la inflación) muy bajos, que los miembros de la OPEP mantienen una elevada capacidad excedentaria sin comercializar (más de 2,5 millones de barriles al día) y que la demanda potencial sigue reduciéndose gracias a la tecnología y la diversificación.

China consume casi el 10 por ciento del petróleo del mundo, pero la intensidad energética de su crecimiento económico se ha desplomado desde 2008. China necesita menos petróleo para crecer lo mismo. Las expectativas de consumo chinas están erróneamente basadas en que el país llegará a un consumo per cápita similar al de Estados Unidos o los países de la OCDE y, como siempre, olvidan la eficiencia y la sustitución. Creáis lo que creáis, desconfiad mucho de estimaciones optimistas que después se reducen cada año un 30-35 por ciento.

En mineral de hierro, China supone alrededor del 64 por ciento de las exportaciones globales. Como ejemplo del «frenazo chino», en 2012 había un déficit de mineral de hierro de 70 millones de toneladas, y, en pocos meses, el superávit era similar a esa cifra. El consumo de acero chino lleva estancado por debajo de los 60 millones de toneladas mensuales desde diciembre de 2012. En 2021 vivimos un claro ejemplo de lo que se llama *roundtrip* (sube el precio y vuelve a caer en pocos meses). Llegó a subir un 34 por ciento entre enero y julio, y terminó el año cayendo casi un 30 por ciento desde el nivel de enero. ¿Cuál fue el principal factor de revalorización y caída? El sector constructor chino.

En carbón, China supone casi el 50 por ciento del consumo de carbón del mundo. Con un programa gubernamental que busca reducir la polución en el gigante asiático (por fin), las expectativas de

crecimiento de demanda china no superan el 1,6 por ciento anual. Es decir, que es muy probable que las importaciones no superen los 220 millones de toneladas. Con un crecimiento de la producción global y de las exportaciones de Australia, Sudáfrica y Colombia..., el exceso de oferta a medio plazo se mantiene, a pesar de períodos de volatilidad a corto plazo.

En cobre, el problema es el mismo: oferta creciente y demanda menguante del mayor consumidor, China, que supone hasta un 39 por ciento del mercado global. La estimación de superávit del mercado del cobre refinado se ha mantenido como una constante incluso en períodos como el de 2021, cuando alcanzó un máximo en julio para luego ir perdiendo fuelle.

En materias primas, la clave es analizar la demanda marginal, eso es lo que hace que el precio suba o baje. Y, por lo tanto, si quieres analizar la inversión en materias primas es importante tener una visión realista y no edulcorada de la demanda de China.

Mucho cuidado con ignorar los efectos de la sobrecapacidad productiva cuando los países exportadores buscan compensar ingresos perdidos con más producción; y no olvidemos el efecto depresor del exceso de almacenamiento. Porque ésta puede ser una combinación letal en el mundo de las materias primas.

Si hay algo que hemos aprendido en el mundo de las materias primas es a no jugar a que todo sube siempre, y mucho menos en términos reales. Es un mundo ideal para el *trading* , para aprovechar la volatilidad y no caer en distopías ni teorías de la conspiración.

Ignorar el elefante en la habitación es uno de los errores más grandes que cometemos al hacer estimaciones de futuro. Asumimos períodos excepcionales, de acceso a crédito, de liquidez, de consumo o crecimiento, como nuevos paradigmas que se van a perpetuar eternamente. Se traza una línea ascendente desde una base que no se cuestiona si es sostenible o no. O peor, cuando se percibe que es excesiva, se justifica.

En el análisis de las materias primas, el error es aún mayor porque se aplica sobre el mayor consumidor del mundo: China. Y, cuando los economistas cometemos una equivocación en estimaciones durante tres años consecutivos pero se mantienen las expectativas sin modificar, se magnifica el problema.

Ya conoces los argumentos, como el de «la demanda china se va a

multiplicar por dos en los próximos veinte años» y otros. En el año 2012, un amigo de la petrolera Exxon me comentaba sobre el crecimiento chino: «No me lo creo. Y el que planifique usando las estimaciones oficiales de crecimientos de China como referencia sólo puede llevarse desilusiones».

Para el mercado de materias primas, y para todos, el cambio de modelo chino es positivo, no lo dudes. Porque era insostenible. Pero no ignoremos los sustos que puede dar a un mundo enganchado a un carro donde los caballos están dopados con esteroides.

En materias primas, la clave es buscar aquellas cuya demanda marginal sea más inelástica y creciente, no aquellas de las que creas que se va a «acabar» el suministro.

En materias primas, fíjate en lo que hace el que compra, no en lo que dice el que vende.

20

¡Todos contra las sicavs y las socimis!

«¿Cuál es la diferencia entre naturalistas, impresionistas
y socialistas?»
«Los naturalistas reflejan lo que ven; los impresionistas,
lo que sienten; y los socialistas, lo que les dicen.»

En todo este período en el que tuve la oportunidad de ir aprendiendo de excelentes amigos y profesionales, se dio un lento pero constante asalto al ahorro por parte de las autoridades, que culminaría con mensajes del tipo «deberíamos estar más felices de tener trabajo que de tener ahorros» o «en 2030 no tendrás nada y serás feliz» . No son mensajes de locos alarmistas o predicadores de esquina. Son mensajes de autoridades que nos intentan convencer de que esa disyuntiva entre empleo y ahorro es real, cuando no lo es. No existe la libertad sin libertad económica, y un trabajador o un ciudadano desposeído de propiedad y ahorro es una marioneta en manos de políticos que pueden usar esa debilidad para convertir a todos en esclavos. El ahorro, la capacidad de generar un pequeño patrimonio y tener cierta independencia económica es clave para ser libre e independiente.

El mensaje de que «no tendrás nada, pero serás feliz» es más que peligroso. Primero, porque empiezan por quitarte todo, y, luego, si no eres feliz..., aaah, mala suerte. A conformarte. Además, no olvidemos que los que te dicen que serás más feliz sin nada son los mismos que abultan y blindan su extenso patrimonio mientras te dicen que tú no eres solidario.

Desafortunadamente, el ataque al ahorro no ha hecho más que empezar. Cuanto más nos creemos las mentiras de que no hay un problema de exceso de deuda sino de exceso de ahorro, más inevitable es que nos confisquen el fruto de nuestro trabajo.

Los políticos tienden a crear sus propios infiernos. Al demonizar de manera demagógica instrumentos de ahorro como las sicavs, se han disparado a sí mismos en el pie. Ni recaudan más ni incentivan la inversión. Todo por distraer la atención echando balones fuera ante el problema de impuestos excesivos y de despilfarro público. Toda una batería de medidas intervencionistas llevó a que, sólo en la primera mitad de 2021, se disolvieran el 10 por ciento de las sicavs en España, llegando a ser 2.339, el nivel más bajo desde 2001. ¿Cuál fue el efecto recaudatorio? Imperceptible.

¿Son tontos los políticos que ven cómo fracasa el efecto recaudatorio estimado de sus medidas antiahorro, desde el ataque a los planes de pensiones privados hasta a las sicavs? No. Porque el objetivo no es en realidad recaudar o luchar contra el fraude, ésa es sólo la excusa. El objetivo es que tú no tengas acceso a capacidad de ahorro y, con ello, seas más dependiente.

Empecemos por aclarar el concepto… ¿Qué es una sicav? Una institución de inversión colectiva (IIC) establecida como sociedad de inversión de capital variable (sicav), donde un grupo de inversores (cien o más) se reúnen para invertir en activos, tradicionalmente a muy largo plazo. Por ello se exige un capital mínimo.

La sicav es uno de los instrumentos de inversión más populares de Europa y es igual que tantos fondos (*mutual funds*) similares. España no es el país donde más hay ni donde más dinero gestionan. Los mayores centros de sicavs de Europa continental son Luxemburgo, Francia e Italia.

Según Inverco, las sicavs españolas invierten fundamentalmente en empresas y activos nacionales; casi un tercio de su patrimonio (30.832 millones de euros, en 2022) está en activos españoles, cuando el peso de España en los índices mundiales no supera el 2 por ciento. Además, son gestionadas, custodiadas, asesoradas, auditadas y distribuidas por entidades en su mayoría españolas, cuya actividad, unida a la tributación de sus accionistas, genera unos ingresos fiscales que se estiman en 340 millones de euros anuales, con datos de 2020. Asimismo, junto con los restantes vehículos de inversión colectiva,

contribuyen a la generación directa e indirecta de más de 30.000 puestos de trabajo de alta cualificación. [1]

¿Tributan al 1 por ciento? Tienen el mismo régimen que cualquier fondo de inversión. Tributan al 1 por ciento y un 21-27 por ciento sobre beneficios y dividendos cuando el inversor retira su dinero. Las ganancias de capital tributan igual que las de cualquier inversor.

¿Son solamente para ricos? Cualquier persona puede invertir en una sicav. Como en la inmensa mayoría de los fondos del mundo, existen requisitos de capital mínimo. Los ahorradores con cantidades pequeñas pueden suscribir cualquiera de los centenares de fondos específicos que invierten en sicavs comercializados por bancos y casas de inversión.

¿Es fraude fiscal? No. Es un instrumento legal y legítimo reconocido en todo el mundo.

No es una forma para que las «grandes fortunas eviten al fisco». En España existen unas 3.400 sicavs, y la mayoría de sus partícipes son profesionales de clase media, según la CNMV.

Decir que las sicavs esconden a una familia o grupo familiar y a cien inversores «falsos» que no tienen oficio ni beneficio y que, por tanto, se usan «para defraudar» es un error enorme. Es como decir que los inversores que ponen dinero en Berkshire Hathaway, SAC, Soros, Paulson o Citadel son «falsos» inversores que esconden el fraude de Warren Buffett, Steve Cohen, George Soros, John Paulson o Ken Griffin, ya que una enorme parte de sus fondos de inversión proviene de la fortuna de estos gestores.

El inversor minoritario en una sicav participa de la filosofía y la estrategia que propone el gestor, y toma riesgo con él y con los partícipes. Llamarlos «mariachis» o «comparsas» que esconden a una familia millonaria es, cuando menos, ignorar los conceptos de *inversor minoritario* , *gestor* y *estrategia* . Algunos dicen que se usan para la gestión individual de carteras de grandes patrimonios. ¿Si yo invierto unos ahorros en el fondo de Buffett o Paulson soy un «mariachi» porque ellos tengan su patrimonio en el fondo y yo una fracción infinitesimal de esa cifra? No.

¿Los ricos las usan para evadir? Esas sicavs de familias de apellido ilustre a las que atacan tan frívolamente tienen enormes inversiones fundamentalmente en empresas industriales, constructoras

y energéticas españolas, además de en bonos. Inversiones a muy largo plazo.

Esas familias y las empresas en las que invierten pagan centenares de millones de impuestos. El beneficio para el Estado de tener su capital es mucho mayor que rascar unos impuestos adicionales. El Reino Unido o Francia lo saben bien.

Que inviertan en España es importante; que además inviertan fuera, si lo desean, es esencial para seguir atrayendo capital y fortalecer lazos empresariales y financieros globales.

Esas inversiones, además, las llevarían a cabo con la misma tributación si en vez de sicavs usasen fondos tradicionales o *hedge funds* .

¿Se recaudarían miles de millones si tributaran de otra manera? El efecto recaudatorio sería imperceptible, como se ha demostrado entre 2018 y 2021.

No existe un solo caso de aumento de ingresos fiscales ni «ópticamente» relevante por cambio de tributación de un tipo de sociedades de inversión. Ninguno. Sólo se provoca que ese capital, en vez de domiciliarse en sociedades españolas, se vaya a Luxemburgo, Estados Unidos, Singapur, el Reino Unido... o Francia, donde tienen sicavs hasta de sindicatos de granjeros. [2]

Cuando se ataca a las sicavs, o a cualquier fondo de inversiones, sea *hedge fund* o institucional, se alude a una especie de «ejemplaridad» o «justicia». Es curioso que los conceptos de *ejemplar* y *justo* los dicte el que cobra, y no el que paga. Justicia y ejemplaridad es traer inversión y patrimonio a un país, no echarlo fuera.

Pues bien, como no podía ser de otra manera, en 2014 saltó un «escándalo» porque había una sicav de europarlamentarios en Luxemburgo. [3] No me negarás que hay una cierta justicia poética en todo esto. Pero, sobre todo, lo que vuelve a demostrar es que muchos políticos intervencionistas, particularmente radicales, son los primeros en beneficiarse de lo que demonizan.

Los mismos europarlamentarios radicales que se benefician de tributar entre el 8 y el 1 por ciento, igual que todos los demás, te dicen que tributas poco. Ni en Caimán se encuentran esos tipos.

En realidad, el debate no es si los ricos o europarlamentarios tributan poco por sus rentas de capital mientras los demás pagamos mucho por las rentas de trabajo. No se trata de «normalizar» al alza,

sino de que los ciudadanos no deberían tributar por el fruto de su ahorro y riesgo.

Al transferir renta del ahorro hacia el gasto administrativo y sin rentabilidad económica real se provoca estancamiento económico. Desincentiva la inversión, mientras el Estado fagocita una mayor proporción de la economía y sube los precios artificialmente. Y no, no se usa para pagar «sanidad y educación», la demagógica coletilla del momento. Se detrae capital, cuando es precisamente capital lo que necesitamos para sostener esos servicios. No deberíamos tener sólo 27.000 millones en sicavs, sino tener 10 o 20 veces más invirtiendo en empresas y bonos españoles.

Para terminar de mostrar la locura que supone demonizar estos productos, en España, Hacienda permitió a las grandes fortunas que liquidaran sus sicavs durante la primera mitad del año 2022 y reinvirtieran su dinero en un fondo extranjero previo paso por un fondo español. [4] Y eso es como preferir que se vaya el dinero a otro país antes que cambiar de opinión sobre un producto financiero demonizado ideológicamente.

El fraude fiscal hay que combatirlo, pero no ayuda al debate engañar a la población llamando «fraude» a lo que es totalmente legal y legítimo. Ni tampoco ayudan los cuentos de la lechera de supuestos ingresos millonarios perdidos que nunca aparecen. La crisis y el déficit se atacan atrayendo capital, no detrayendo, y promoviendo el crecimiento económico.

La pregunta para ti es la siguiente: ¿puedo seguir invirtiendo en sicavs? Por supuesto, y además puedes hacerlo desde tu país participando en otras según la filosofía de inversión que tengan si se adecúa a tu perfil de riesgo.

El debate de las sicavs ya está casi muerto, pero ahora se le añade la inversión en sociedades de inversión inmobiliaria (socimis). [5] ¿Por qué? Porque las socimis se han convertido en uno de los mayores éxitos de captación de fondos de los últimos años en toda Europa.

Una socimi es una sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario. Se trata del equivalente español de los REIT (*real estate investment trust*), muy populares en Estados Unidos y Europa, que son fondos de inversión en activos inmobiliarios, comerciales o viviendas, que reparten la mayoría de la caja generada como dividendos.

Tanto en Estados Unidos como en Europa existe una gran variedad de sociedades cotizadas que tienen como objetivo fundamental repartir dividendos utilizando entre el 80 y el cien por cien de los beneficios generados por los activos, desde los MLP (*master limited partnership*) hasta las YieldCo (*yield corporation*) y los mencionados REIT, que en realidad son el mismo concepto de cara al accionista, con ligeras variaciones.

¿Cuál es el objetivo de las socimis? Hay dos fundamentales:

- *Alinear los intereses de accionistas y dueños de los activos.* Al maximizar la política de dividendo en un entorno de tipos bajos, se convierte en un producto con alta visibilidad —estabilidad de flujos de caja— que ofrece mejores rentabilidades que la renta fija.
- *Reducir el diferencial de valoración entre activos en distintos mercados.* Un inmueble no vale lo mismo si se compra para gestionarlo, y no se hace nada más, que si lo adquiere un inversor con capacidad de capital para repartir en dividendos los ingresos por alquiler. La segunda opción es más atractiva. Si dichos activos inmobiliarios se valorasen a múltiplos de mercado, cotizarían más bajo que cuando introducimos un buen dividendo. Es normal que el inversor valore positivamente que el dinero se le devuelva y que se reduzca el riesgo de reinversión en peores activos.

¿Son las socimis una burbuja? Una burbuja en el mercado financiero cotizado suele ser un activo, habitualmente demasiado endeudado, cuyas expectativas de crecimiento y resultados son a todas luces inalcanzables y que atrae de forma desordenada el interés de inversores que esperan rentabilidades mágicas a muy corto plazo.

Pues bien, las socimis, como concepto, no son una burbuja; son vehículos perfectamente conocidos y existentes en muchos países con un historial de décadas de éxito. Pero hay que ser selectivo, porque en un mercado muy optimista se pueden aglutinar modelos de negocio sostenibles con otros que son fantasías.

La principal medida para eliminar el riesgo de burbuja es sencilla... La pregunta que hay que hacerse es ésta: ¿cuenta la compañía con activos hoy, sí o no? Parece una obviedad, pero no

siempre es así. La promesa de un dividendo del 7-9 por ciento puede ser inalcanzable si no se conoce bien el portafolio de activos actuales y futuros en los que se va a invertir. La regla de oro que muchos utilizamos al invertir en REIT, MLP o YieldCo en Estados Unidos es sencilla. No es un riesgo de burbuja o de previsiones inalcanzables si el cien por cien del dividendo de los próximos tres años está cubierto por activos existentes en la empresa hoy, y si la caja estimada en los próximos cinco años cubre el dividendo asumido en un 80 por ciento al menos.

El endeudamiento y el nivel de certeza en el portafolio de compras importan. No hay ningún problema en invertir en una *start-up* (empresa que aún no tiene ingresos ni activos y que capta dinero en el mercado para empezar su andadura) mientras seamos conscientes de que es un negocio de mayor riesgo y con muchas más complicaciones. El riesgo que existe hoy en día en tratar a todas las socimis como un *asset class* (grupo de activos homogéneos) es precisamente no separar la paja del grano y no ver los distintos niveles de riesgo.

El dividendo es travieso… No es lo mismo una estimación generosa de un dividendo futuro sin saber con certeza qué activos lo van a generar que un dividendo aparentemente menor pero garantizado por inmuebles que ya están alquilados y en el portafolio. Hay socimis que prometían dividendos del 7 por ciento y luego rebajan previsiones al 4 por ciento… casi nada. No olvides que el concepto «pero aun así es un 4 por ciento, que está muy bien» no evita brutales desplomes bursátiles cuando se revisa.

¿Dividendos inigualables? Según la ley, las socimis deben contar con una cartera de inmuebles de los que al menos el 80 por ciento se dedique al alquiler (viviendas, oficinas, locales comerciales, etcétera). Tienen que permanecer en la cartera al menos tres años y reparten al menos el 80 por ciento de los beneficios obtenidos por alquileres, el 50 por ciento de las plusvalías por desinversiones y el cien por cien del beneficio obtenido de otras sociedades similares participadas.

Pues bien, si tenemos en cuenta la rentabilidad de la vivienda en España, [6] tendremos que ser muy conscientes de que las socimis que prometan 7-8 por ciento o más deben contar con lo siguiente: a) activos excepcionales; y b) estimaciones de riesgo y estructura de capital diferentes según la empresa.

Al invertir mirando los datos de rentabilidad, no podemos olvidar

que los estudios inmobiliarios siempre nos muestran la rentabilidad bruta, a la que hay que deducir impuestos y costes. Por ello, si se ofrece un retorno superior al rendimiento neto medio, debemos entender que siempre vamos a tomar más riesgo.

Conocer excepcionalmente bien el mercado sólo puede venir de un historial de muchos años, y esa experiencia es algo que el inversor debe valorar.

Una de las preocupaciones de los inversores internacionales con respecto a estos vehículos es la inseguridad jurídica. Es una pena escuchar al CEO de una importante socimi explicar que, en sus reuniones con inversores extranjeros, la principal preocupación es la inseguridad jurídica y la aleatoriedad regulatoria por injerencia política en un país como España. Por eso, cuando valoremos riesgo debemos también considerar el importantísimo riesgo político en nuestro análisis.

Yo, por ejemplo, nunca en mi vida he comprado un valor en el que se incluyese en el precio de hoy una valoración de «proyectos futuros»: ni el *pipeline* (lista de proyectos) de las renovables ni las entelequias exploratorias de los MLP (estructuras apalancadas donde se levanta capital para comprar activos a subsidiarias y remunerar con dividendo generado por esas compras) [7] ni los inmuebles que «tal vez» compren en 2030 ciertas socimis. Eso no significa que, si tu perfil de riesgo es alto, no puedas hacerlo, pero al menos debes saber que tomas mayor riesgo por elementos intangibles.

Tienes que valorar:

- Calidad del portafolio actual e historial de los gestores.
- Porcentaje de la valoración actual justificada por activos que ya están en propiedad comparada con oportunidades a futuro.
- Nivel de confianza en la cobertura de los dividendos.
- Capacidad de gestionar el endeudamiento sin comprometer dichos dividendos.

Una inversión en una socimi no es una inversión de bajo riesgo ni garantizada. Para nada. En efecto, pueden darse muchos factores que reduzcan o imposibiliten el pago del dividendo, desde el endeudamiento hasta la calidad del alquiler, y desde las circunstancias macroeconómicas hasta los cambios legislativos, sea con respecto a los

derechos de los propietarios o a los impuestos a la propiedad. Eso no la hace mala, ni una estafa, ni una burbuja, pero debemos ser conscientes de lo que compramos.

Por lo tanto, ni burbuja ni inversión perfecta. Y es que luego nos quejamos, culpamos a los demás de nuestras inversiones de riesgo y decimos que es un problema de regulación. Si algo da un 4-7 por ciento de rentabilidad cuando los activos de bajo riesgo dan rentabilidad real negativa, es por algo.

Nadie da euros a céntimos.

Más rentabilidad, mayor riesgo. Siempre.

21

La historia de una familia española

La próxima vez que oigas que el mercado está muy difícil, que hay mucha incertidumbre y que las cosas van muy mal, recuerda la historia de una familia española media.

Imaginemos... Esta familia se forma cuando Juan y María, procedentes de un pueblo del interior, se casan en Madrid. Es una economía que pasa de la agricultura a los servicios y la industria. Son los años sesenta del siglo xx : guerra fría, dictadura, una moneda de poco valor constantemente devaluada y un país que poco a poco avanza gracias al esfuerzo de personas como ellos. Empiezan a progresar, también en parte porque el país ha abandonado la autarquía devastadora que sembró de hambre y miseria muchas regiones.

Juan trabaja en un banco: entró como botones y ahora tiene un modesto trabajo administrativo. En los años siguientes irá ascendiendo en el negocio bancario a base de trabajo y experiencia, aunque no tiene estudios superiores. María es ama de casa y poco a poco ve posibilidades de incorporarse a un mercado laboral que condenaba a la mitad de la fuerza laboral a emigrar o quedarse en casa. En el entorno: crisis del petróleo, inflación, tensiones bélicas y miedo nuclear.

Juan y María se compran un piso en uno de los nuevos barrios de Madrid: es su primera inversión, aunque ellos no son totalmente conscientes de ello. El final de los devastadores controles de capitales y la apertura hacen que puedan acceder a una hipoteca y ¡disponer de su dinero! María ya puede tener cuenta corriente y ser independiente sin depender de la firma de su marido para todo.

Con el paso de los años, reúnen unos pequeños ahorros con el trabajo de Juan y una humilde herencia de María, y se plantean qué

hacer con ellos. Deciden comprar un automóvil, un Seat 600. Son tiempos de esperanza, pero también de fuertes crisis económicas, estanflación, devaluaciones y crecientes riesgos geopolíticos.

Unos años después, Juan y María vuelven a tomar crédito para invertir en una parcela en la provincia de Madrid, cerca de la sierra. Es su segunda gran decisión inversora, pero de nuevo no son plenamente conscientes de que están construyendo su futuro y el de sus hijos, un patrimonio que les permita ser independientes. Con los años, se hacen una casita donde pasan los fines de semana con sus tres hijos pequeños. De nuevo, viven una época de noticias de crisis, altísimo paro, protestas y un país asolado por asesinatos terroristas. Juan y María son más independientes, juntos y por separado, gracias a su pequeño patrimonio, su ahorro, y además disfrutan del control de su propio dinero. No son conscientes de que, hace muy poco, ella no podía tener su propia cuenta y que ninguno de ellos tenía control sobre su pequeño dinero. Pero no olvidan que los precios de todo se disparan mientras les dicen que las devaluaciones son «por su bien». Sin saberlo, han decidido invertir en bienes inmobiliarios porque, como les decían los padres de los dos, «el dinero no vale nada». Ya están buscando sobrevivir a la inflación, por ellos, por sus hijos y por su bienestar.

Llegan los años ochenta. Juan ya es director de una oficina en su barrio. Ya está algo más familiarizado con los instrumentos de inversión. Hace años que María trabaja en una oficina donde, por fin, puede poner en práctica sus conocimientos. Dos personas que salieron de la España rural han visto su independencia y libertad económica crecer y ayudarles a cambiar su vida. En 1987, María compra unas letras del Tesoro con lo que va ahorrando. Las letras del Tesoro le dan un cupón que, al menos, reduce el impacto de la inflación. A finales de la década, compran un pequeño apartamento en un nuevo desarrollo de la ciudad; esta vez lo hacen deliberadamente como inversión de futuro, para alquilarlo y esperar la revalorización. Vivieron el viernes negro de 1987 y la caída del 22 por ciento de la bolsa de Estados Unidos, guerras en el mundo y, en España, el terrorismo.

En los años noventa, Raúl, el hijo mayor, se matricula en la universidad para estudiar. Cuando llegan las privatizaciones de las grandes empresas públicas, encuentran una oportunidad para comprar acciones en empresas españolas en fase de crecimiento. Se respiraba

éxito: los Juegos Olímpicos, la Expo 92 y un crecimiento a prueba de crisis tras años de dificultades. Gracias a ese empeño en mejorar, una familia de clase baja se había convertido en clase media. Y, tras la euforia de 1992, llegó la crisis de 1993, la gran resaca. Las constantes devaluaciones de la peseta les recuerdan, de nuevo, que invertir les ha ayudado a navegar aguas turbulentas en períodos muy difíciles. Y éste no será menos. Alto paro, terrorismo y pérdida de poder adquisitivo de la moneda.

Los tres hijos consiguen estudiar una carrera y, gracias al pequeño patrimonio acumulado por sus padres, pueden pedirles a éstos una pequeña cantidad de dinero para la entrada de un piso y, además, pueden avalar el préstamo, a pesar del difícil entorno de empleo del país. Estamos en plena burbuja inmobiliaria ya.

La familia vive con enorme sorpresa el estallido de la burbuja tecnológica, pero sin saber que gracias a él, en unos años, sus nietos disfrutarán de la mayor revolución tecnológica jamás vista a precios nunca imaginados. María recordó que en los años de la burbuja tecnológica muchos analistas estimaban que se pagarían cifras astronómicas por enviar un e-mail o usar servicios tecnológicos. María nunca se lo creyó.

En la década de 2000, los hijos comentan con sus padres todas las posibilidades de inversión que hay en el mundo. María y Juan se han olvidado de los controles de capitales y la autarquía, pueden mirar al mundo. La crisis «Tequila» y la crisis de Argentina trastocan la visión de invencibilidad de las empresas españolas en su crecimiento internacional. A ti te parecerá curioso, pero la familia decide invertir en la caída porque las perspectivas a medio plazo son excelentes. Un locutor de radio muy polémico, Antonio Herrero, comenta que han hecho una «porra» para invertir en empresas españolas tras el desplome. En poco tiempo aumentan su dinero, lo que permite repagar parte de las hipotecas contraídas.

La familia aprende a diversificar sus inversiones y se hace con una pequeña cartera con renta variable, fija, oro... Poder reducir la hipoteca les ayuda a sobreponerse a la burbuja inmobiliaria y a su pinchazo. El hermano menor se siente atraído por lo digital y se orienta hacia la programación. El pinchazo de la burbuja inmobiliaria le permite comprar un piso a las afueras de Madrid en un barrio que diez años después sería uno de los más demandados, aunque sus

hermanos saben que el piso donde viven no vale ya lo mismo que pagaron en 2006. Los padres no entienden por qué se disparan empresas muy raras que hacen cosas intangibles; ellos tienen su apartamento alquilado y una pequeña cantidad de renta fija y *blue chips* .

El espejismo de 1992 nunca volvió, pero la familia se sobrepuso una detrás de otra a las crisis, sobrevenidas o creadas por la política nacional, gracias a la bendición del ahorro y la inversión que les permitió ser solidarios en los tiempos difíciles. La historia de la familia es la historia del empeño en progresar contra viento y marea, y la realidad de que, incluso en períodos que hoy nos parecerían imposibles de soportar, se puede crear un pequeño patrimonio.

En 2015 fallece Juan. La familia vende la parcela y el apartamento de Madrid, y María reparte algo de dinero entre sus tres hijos. Gracias a ello, el efecto positivo del ahorro permite a sus tres hijos sobrellevar la siguiente crisis.

En 2018, la hija pequeña les habla a su madre y a sus hermanos de criptomonedas. «¿Cripto qué?»

María se acuerda de cuando no podía tener cuenta, cuando no podía sacar su dinero del país, cuando sus hermanos tenían que emigrar porque no había oportunidades, cuando un familiar suyo fue asesinado por terroristas, cuando el espejismo de 1992 se convirtió en crisis, cuando la frase «los pisos nunca bajan» dejó de ser realidad, cuando le decían que ahorrar era antisocial.

«Que nunca te vuelva a oír decir que nosotros lo tuvimos más fácil y que los jóvenes de hoy sí que lo pasan mal», le dijo a su hija menor. Su familia es el ejemplo de progreso en circunstancias nada fáciles. «Tienes razón», le dijo su hija mientras miraba en una red social las últimas noticias del mundo. ¡Nos van a encerrar en casa por un virus desconocido!

María observó a sus hijos y pensó qué habría ocurrido si su ahorro y su patrimonio hubieran estado en manos del gobierno de turno. Y, mirando la foto de Juan en su boda, pensó: «Juan, estaríamos todavía en los años sesenta. La música sería buena, nada más».

Epílogo

En 2021, la inmensa mayoría de mis amigos citados en este libro contrajeron la COVID-19. Enterarnos de la noticia de que uno u otro había caído en las garras del virus me permitió volver a conectar con muchos y recordar los increíbles momentos que vivimos y todo lo que aprendimos recibiendo «golpes» del mercado.

Todos la pasaron sin problema, excepto Jesús, que además de una gran persona y padre de familia era un excelente profesional. Una enorme pérdida.

Recuperar conversaciones y anécdotas con todos ellos en 2021, el año de la máxima represión financiera y del retorno de la inflación, me ha ayudado a escribir este libro, en el que hay un poco de todos ellos.

A Jim, Sunil, Susan, Niall, José Miguel, Sonsoles, Jacobo, Ken, Anand, Bill, Virginie, Mark, Bernard, Vincent, Silvia, Gonzalo, Virginia, Jean-Hugues, Matt, Nico, Alberto, Marcos, Iñigo, Cedric, Gareth, Vijay..., a todos os debo el privilegio de trabajar en lo que me apasiona con los mejores. Y la mayor lección de todas: no hay método infalible ni fórmula mágica. Hacer crecer tu dinero requiere trabajo, errores y tesón.

Entre 2009 y 2021, sólo hemos visto políticas mal llamadas expansivas y peor consideradas «extraordinarias». Toda una generación de operadores financieros e inversores no ha visto otra cosa que represión financiera y exceso monetario.

¿Qué ha ocurrido desde entonces? La deuda global se ha disparado a un 256 por ciento del PIB. El balance de los bancos centrales se ha multiplicado. Los tipos reales negativos se han convertido en una norma. Los tipos reales serán negativos hasta 2032 (incluso si se cumplen las expectativas de subidas de tipos de la Reserva Federal), aunque eso nos dará para escribir otro libro. El déficit público se ha convertido en una norma y sigue reduciendo potencial de crecimiento e inversión. La salida de las crisis es cada vez

más endeudada, improductiva y con recuperación de empleo más lenta. Todos los activos financieros se han disparado…

En ese período, además del privilegio de colaborar y aprender de los mejores, he podido tener una carrera que jamás me hubiera imaginado en mi vida, y sigo en un equipo de grandes profesionales y mejores personas.

Espero que este libro te haya aportado ideas para que TÚ crees tu método, tengas TU éxito y aprendas de él, y para que cuando TÚ te equivoques también te sirva para crecer.

Ahora te toca a ti conseguir tu sueño. Yo te digo que si trabajas y trabajas y trabajas mucho más, los sueños se convierten en realidad. Que nadie te diga lo contrario.

Invertir es arduo y requiere mucho trabajo, pero nunca olvides que es también una enorme satisfacción. Como los Hombres G, grita: «¡Voy a pasármelo bien!». Haz lo que quieras hacer, con responsabilidad, y que se fastidien los «odiadores».

Te vas a encontrar con todo tipo de enemigos del ahorro, el mérito y la inversión. Vas a cruzarte con el cansancio y la frustración, con la alegría y el éxito, pero también con la envidia, la maldad y la mentira. Tú a lo tuyo. Haz crecer tu dinero. «La mejor venganza es el éxito rotundo.» Esto lo decía Frank Sinatra; yo lo suscribo, y también te lo confirman todos los buenos amigos y excelentes profesionales que he citado en este libro.

Anexo 1

Un resumen de ideas

El futuro es incierto. El precio es impredecible. Invertir siempre tiene riesgo. Invertir es apasionante.

A modo de resumen, dejo aquí unas ideas que he repetido a lo largo del libro.

Ahorrar no es dejar el dinero muerto y ocioso. Tu ahorro financia la inversión y proyectos de miles de empresas y autónomos.

Especular no es malo. Especular, de hecho, es buenísimo. Todos especulamos cuando hacemos una inversión o una compra. El Estado especula con tu dinero apostando a que aumentando el déficit subirá el PIB, endeudándose más que ningún fondo de esos que llaman «buitre» y gastando mucho más de lo que ingresará. El Estado especula cuando les dice a los entes internacionales que sus nuevas medidas subirán los ingresos un 10 por ciento, cuando sabe que no será nada. Tú especulas comprando un piso esperando que tenga más valor y el que te lo vende especula porque ha generado una buena venta. Si no especulas y te equivocas, no progresas. ¿No te parece curioso que sea malo especular en una acción a la baja pero buenísimo especular en una materia prima a la baja?

La certidumbre no existe. Cuando te digan que hay mucha incertidumbre, piensa: ¿y cuándo no la habido?

La idea de que si tú ahorras es malo y entonces se lo tiene que gastar el gobierno es una bobada. El burócrata siempre piensa que te sobra el dinero, pero al pobre Estado, que detrae más del 50 por ciento de lo que tú ganas en impuestos directos e indirectos, le falta.

La única manera en la que progresa el mundo es poniendo en común la liquidez y los intereses a corto plazo de unos con los proyectos de largo plazo de otros.

¿Por qué te da miedo invertir? Por la misma razón por la que a

mí me da miedo pilotar un avión. Aprende...

Nuestra percepción de riesgo está nublada por una mentira repetida muchas veces: que da igual dónde y cómo inviertas y que, total, sólo hay que seguir la corriente... Y te la pegas.

Ten tanto respeto a tu dinero como a tu vida. Porque es parte de tu vida.

La inflación no es una casualidad. Es una política. La inflación no es la subida de los precios, es la subida continuada de todos los precios por pérdida del poder adquisitivo de la moneda. Y es siempre y en todo lugar un efecto monetario.

Cuando nos decían que no había inflación, la había, y mucha, en activos de riesgo. En 2020, la creación masiva de dinero en medio de un confinamiento generó inflación monetaria en bienes y servicios no replicables y relativamente escasos.

Los gobiernos son los mayores beneficiarios de la inflación. Recaudan más ingresos de los impuestos indirectos, y su creciente deuda se ve erosionada lentamente por la inflación. Lo pagas tú con menos salarios reales y menos valor de tu ahorro.

El objetivo del inversor no es «ganar dinero». Es preservar capital y batir la inflación.

¿Eres una persona que se alarma si la bolsa cae un 4 por ciento un día? Claramente no eres el perfil de riesgo que debería invertir en criptomonedas.

Sólo se aprende a invertir equivocándose y aprendiendo de ello. Desconfía de aquellos que prometen éxitos asegurados o que dicen que siempre aciertan.

La inversión no es tener razón siempre, sino invertir de manera que tus errores no hundan tu patrimonio. Saber ajustar las decisiones de asignación de capital para que, si ocurre una catástrofe con una de ellas, puedas levantarte y seguir invirtiendo con seguridad.

Lo que un banco de inversión recomiende comprar o vender es irrelevante. Lo que importa es el análisis detallado, el balance y la cuenta de resultados estimada. Eso es lo que debes leer con ojos críticos para llegar a tu conclusión, no a la suya.

No creas la sandez de que los fundamentales no cambian. No hay nada más fundamental que los tipos de interés, la inflación, la masa monetaria o el riesgo país.

Si un país está al borde del impago soberano, decir que los

fundamentales de la empresa radicada allí no han cambiado es simplemente mentir.

Nunca caigas en el error de ignorar la cantidad y el precio del dinero en inversión. Es como ignorar los cambios de marea a la hora de hacer surf; es la garantía del fracaso. Los fundamentales cambian constantemente.

Si la empresa no tiene una estrategia demostrable de creación de valor y crecimiento, el dividendo no significa nada. Se descuenta del precio de la acción el día que se paga y el inversor se queda igual o peor de lo que estaba.

El peor inversor es el adicto a las teorías de la conspiración, el que repite lo que otros dicen.

«Si no me lo puedes explicar en tres frases no merece la pena.» No es una frase arrogante de un gestor multimillonario, es una realidad como una casa.

En Citadel aprendí esta regla, y en Ecofin, PIMCO y Tressis hemos utilizado con éxito el método: reflejar por escrito en tres frases cortas la tesis de inversión, la razón por la que decidimos invertir.

En una cartera equilibrada debemos poder tener margen para incorporar nuevos activos, vender posiciones completas y cambiar pesos.

En una época en la que todo sube pasan dos cosas: se pierde la sensación de prudencia y se genera una rotación de dinero hacia los activos más peligrosos y expuestos al riesgo de mercado.

Una posición corta no es un chollo. El riesgo en una posición corta es asimétrico. Un activo puede subir un 300 o 400 por ciento, pero sólo puede bajar a cero.

Ten mucho cuidado cuando escuches a un directivo de una empresa culpar a «los especuladores» de la mala evolución de su valor en bolsa, porque suele ser la excusa perfecta para disfrazar una mala gestión y la constante erosión de creación de valor de dicha compañía.

Los fondos de cobertura son el chivo expiatorio al que resulta más fácil atribuir los excesos de los mercados. Sin embargo, son una pequeña proporción del mercado global y, lo que es más importante, su principal actividad no es vender acciones o bonos.

No hay nadie más especulador que el gobierno, que usa cantidades multimillonarias de ingresos fiscales y brutales aumentos de deuda para apostar por un mísero aumento de crecimiento. Lo que

pasa es que la especulación gubernamental la pagas tú.

Ningún gestor de fondos de cobertura serio financia posiciones largas en valores líquidos con posiciones en corto masivas en operaciones ilíquidas y cortas abarrotadas. Esa persona sería despedida inmediatamente.

«Yo compro sólo lo que me gusta.» Es una buena estrategia, pero… ¿qué te gusta? Igual que hay alimentos de delicioso sabor que en cantidades elevadas son malos para la salud, pasa lo mismo con la renta variable.

Pagar el dividendo en acciones de la propia empresa es como invitarte a cenar pagando con tu propia cartera.

Cuanto más grande y más diversificada es una empresa, más te explica su pasado sobre lo que pueda hacer en el futuro. Como regla general, escapa de los grandes conglomerados con fuerte diversificación que no han crecido en el pasado y prometen aumentos espectaculares.

Cuando uno invierte en Estados Unidos, invierte sobre todo en su economía doméstica con gestores que no hacen caso a las «recomendaciones» gubernamentales. Doble seguridad. Siempre cito los casos de Wynn o Exxon cuando se negaron a hacer lo que el presidente de turno del país les «exigía».

Prefiero invertir junto con un empresario que se juega su fortuna conmigo que en una empresa que tiene empleados VIP, no empresarios, que no tienen casi acciones de la empresa.

En la década de represión financiera que hemos vivido, muchos inversores minoritarios se han apuntado a la etiqueta de *value* confundiendo la filosofía de grandes gestores como Warren Buffett con «comprar cualquier cosa que haya caído mucho y cerrar los ojos esperando que suba».

El *value* no ha muerto. Lo que ha ocurrido es que muchos bancos de inversión nos han intentado colar en ese concepto a mucho zombi, mucho muerto viviente.

Cuando el banco central pasa de ser proveedor de liquidez de último recurso, en momentos extraordinarios, para convertirse en el proveedor de liquidez de primer recurso es cuando las distorsiones en mercados y en la economía se disparan.

Una política diseñada para dar tiempo a los Estados para hacer las reformas estructurales necesarias para fortalecer la economía se ha

convertido en una excusa para no implementar dichas reformas.

Las llamadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) son líderes porque nosotros lo decidimos, no porque lo decida un Estado. Y pueden perder ese liderazgo por la misma razón.

En realidad, es muy sencillo y muy complicado a la vez: valora las empresas por lo que son, no por lo que te gustaría que fueran.

Seguir al banco central sólo funciona de verdad en Estados Unidos, y particularmente en las empresas tecnológicas, porque los fundamentales acompañan. En Europa, seguir al banco central no sólo es una mala idea, sino que resulta contraproducente.

No existe sostenibilidad sin rentabilidad. Sólo hay dos tipos de empresas, rentables y no rentables, y las últimas son insostenibles por definición.

La idea de que un gobierno debe incentivar la inversión extranjera para todo excepto entrar en el capital de una empresa es una bobada. Imagina que te dicen que inviertas millones en un país pero sólo si no tienes ningún control y ningún poder en las decisiones. Seguro que piensas: «Claro, ¿dónde firmo?».

Si queremos más empresas con sede y dirección en nuestro país, líderes globales, hay que facilitar el crecimiento empresarial y atraer inversión y capital. Si pones escollos al mercado de capital y a la inversión, dinamitas el tejido empresarial por el lado accionarial y el de la deuda. Y no sólo empeora para las empresas que el gobierno finge proteger, sino para todas.

Una moneda no es dinero. Es simplemente un compromiso de pago. El valor de esa moneda no lo dicta el Estado, ni el banco central ni yo. Lo dicta el último receptor de ese compromiso de pago que lo acepta como unidad de medida, medio de pago generalmente aceptado y reserva de valor. Cuando el Estado destruye uno o todos esos requisitos, la moneda no vale nada y no es dinero.

La tecnología está acabando con todas las ineficiencias y mantras que hemos acumulado en el pasado, destruyendo barreras ficticias de entrada, demoliendo pasos inflacionistas e ineficientes en las cadenas de creación de precio.

El *blockchain* elimina los pasos del intermediario, de la firma, de la copia de papel y del registrador. Hace que una transacción sea inmediata, barata y segura.

Las criptomonedas son una respuesta al enorme exceso monetario

implementado por los bancos centrales desde hace años. De hecho, el avance de estas criptomonedas está totalmente correlacionado con el aumento sin control de los balances de los bancos centrales.

Es más importante conocerte como inversor que conocer el mercado.

Como inversor, te interesa pensar en el oro, la plata o el platino, los metales preciosos, porque en un mundo de locura monetaria donde la bolsa, los bonos y los activos de riesgo están muy correlacionados, el oro y otros metales preciosos están descorrelacionados de la renta fija y de la renta variable, y funcionan, como hemos comentado antes, como «defensa y portero» en una cartera realmente diversificada.

Las tierras raras no son un arma en una guerra comercial, porque China sería percibida como un socio poco confiable en varios sectores y se aceleraría el desarrollo de fuentes alternativas.

Al igual que con las amenazas sobre la producción de petróleo de la OPEP, donde los recortes han acelerado la sustitución de tecnología, el uso de combustibles alternativos (como el petróleo de esquisto) y el logro de una mayor eficiencia, amenazar a los clientes cuando eres un proveedor de materias primas como las tierras raras es una muy mala idea.

Las burbujas se evitan no incentivándolas. Es así de fácil y de difícil.

¿Quién incentiva una burbuja inmobiliaria o de cualquier tipo? El que baja los tipos de interés muy por debajo del nivel de equilibrio y la inflación, el que aumenta masivamente la masa monetaria para «que fluya el crédito», el que penaliza a los bancos por no prestar. El banco central.

Es mejor pecar de cenizo que de ingenuo.

Los ciudadanos debemos aprender a tomar las decisiones de inversión con nuestra información de manera independiente, y siempre desde la perspectiva de lo que podemos perder, nunca de lo que podemos ganar, como en cualquier inversión. En algún lugar de la Unión Europea, alguien está intentando crear otra burbuja. De nosotros depende evitarlo.

Haz crecer tu dinero. Es tuyo. Te lo has ganado. Te lo mereces.

Sigue defendiendo la libertad.

Anexo 2

Un decálogo para el pequeño inversor

1. En toda inversión existe SIEMPRE un riesgo.

2. Es más importante conocerte a ti mismo como inversor que conocer el mercado.

3. Vale más pecar de cenizo que de lo contrario: el sesgo de optimismo está por todas partes.

4. Tu objetivo no es «batir al mercado», es protegerte de la inflación y lograr la meta personal que has fijado para tus ahorros.

5. Si copias los métodos de los «grandes inversores» sin tener su capital ni su capacidad de absorber volatilidad, te espera mucho dolor.

6. Una empresa o un activo no son mejores inversiones porque te resulten conocidos.

7. Evita las «trampas de valor»: vende, aprende y no vuelvas a caer en la misma trampa.

8. Una falsa diversificación de cartera no te protege, te vuelve más vulnerable al ciclo.

9. La expansión monetaria siempre produce inflación, aunque no se vea inmediatamente.

10. Todos los inversores se equivocan. Tú también. Estamos para aprender. Y nunca se sabe todo.

Glosario

acciones Participaciones alícuotas e iguales unas a otras en precio y derechos sobre una empresa que cotiza en un mercado de valores.

blockchain Conjunto de tecnologías que permiten llevar un registro seguro, descentralizado, sincronizado y distribuido de las operaciones digitales, sin necesidad de la intermediación de terceros.

blue chips Denominación de las acciones de grandes empresas con alto nivel de liquidez y menor riesgo percibido. Suelen ser las de más peso en un índice.

bono Instrumento de deuda que emite una empresa o administración pública para financiarse. Asume un compromiso de devolver el dinero prestado añadiendo unos intereses fijados previamente, conocidos como cupón. Se lo llama renta fija porque genera un ingreso recurrente por ese cupón.

buyback Proceso de recompra de acciones por parte de una empresa cotizada, cuando una empresa cotizada compra sus propias acciones porque no encuentra mejores oportunidades para usar su caja y percibe que la rentabilidad de la recompra es mayor que la de la inversión estimada. Se puede recomprar y cancelar, y con ello se reduce el número de acciones en circulación, o recomprar y mantener en autocartera, donde la empresa gestionará esas acciones y podrá utilizarlas en el futuro para canjearlas.

criptomoneda Medio digital descentralizado de intercambio, que busca ser unidad de medida y reserva de valor fuera del monopolio estatal de creación de dinero. Utiliza métodos criptográficos (*blockchain*) para asegurar sus transacciones financieras, controlar la creación de nuevas unidades y verificar la transferencia de activos.

cupón *Véase* bono.

EBITDA Sigla de *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* . Es el resultado de la empresa antes de deducir

intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.

ETF Sigla de *exchange traded fund* . Es un instrumento de inversión híbrido entre un fondo de inversión y, por la liquidez e inmediatez, una acción. Tiene la variedad y diversificación de un fondo o un índice y la rapidez de transacción de una acción.

expansión cuantitativa Herramienta de política monetaria por la cual el banco central aumenta la cantidad de masa monetaria en circulación comprando activos en el mercado o a los bancos, liberando el balance de éstos para que puedan prestar a la economía real. La deuda de un emisor entra en el balance del banco central como un activo. Los pasivos del banco central son las monedas emitidas y las reservas de los bancos comerciales. (En inglés, *quantitative easing* , QE.)

fondo indexado Fondo de inversión que replica lo más exactamente posible la composición y comportamiento de un índice. El objetivo es ofrecer a los clientes un producto de inversión que tenga todas las características del mercado deseado.

growth Estrategia de inversión por la cual los gestores buscan invertir en valores cuyo crecimiento es superior a la media de los comparables y del mercado. Como esas empresas suelen cotizar a múltiplos altos y pueden parecer caras, una estrategia adicional es GARP (*growth at a reasonable price*), que busca empresas que tienen un adecuado nivel de crecimiento orgánico y valoraciones atractivas.

hedge fund Fondo de cobertura. Fondo de inversión que busca maximizar rentabilidad y reducir volatilidad usando instrumentos complejos de cobertura y operación, incluyendo posiciones cortas, derivados y el uso de apalancamiento.

quantitative easing *Véase* expansión cuantitativa.

ratio de Sharpe Relación existente entre el beneficio intrínseco de un fondo de inversión, medido como la diferencia entre la rentabilidad del fondo respecto a la de un activo de referencia (el bono a 10 años o similar), y su volatilidad, medida como su desviación típica.

renta fija *Véase* bono.

renta variable Denominación de la inversión en acciones. La renta variable es un tipo de inversión en la que la recuperación del capital invertido y la rentabilidad de la inversión no están garantizadas ni son conocidas de antemano. Además puede ocurrir que la

rentabilidad sea negativa, y aun que se llegue a perder el dinero invertido.

sicav Sociedad de inversión de capital variable (un tipo de institución de inversión colectiva, o IIC). Se crearon como instrumento de captación del ahorro de inversores alrededor de un inversor cualificado. Al contrario que un fondo, tienen forma societaria. Deben contar como mínimo con cien accionistas.

socimi Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario. Son sociedades anónimas cotizadas cuya actividad principal es la adquisición, promoción y rehabilitación de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento, bien directamente o bien a través de participaciones en el capital de otras sociedades similares.

S&P 500 Índice bursátil que incluye las 500 empresas de mayor capitalización de Estados Unidos. Se considera el índice de referencia en el mundo, aunque existen índices de todo tipo que reflejan valores de los principales países. Existen infinidad de índices que pueden ser de ayuda para reflejar la evolución bursátil global (como el MSCI World, por ejemplo), la evolución de las materias primas (Bloomberg Commodity Index), etcétera.

STOXX 600 Índice bursátil que incluye las 600 empresas de mayor capitalización de Europa.

tapering Proceso de normalización paulatina de la política monetaria expansiva. Se refiere a reducir el ritmo de recompra de bonos o subida gradual de tipos.

value Estrategia de inversión que busca encontrar valores que cotizan a múltiplos bajos no justificados por la realidad de sus fundamentales o que no reflejan la totalidad del valor intrínseco de la empresa, sus activos o su potencial de generación de beneficios.

Bibliografía recomendada

Albareda, Albert, y David Galán, *El pequeño libro de los grandes inversores: las mejores citas de los mejores inversores* , Alienta, Barcelona, 2016.

Ahamed, Liaquat, *Lords of finance: the bankers who broke the world* , Penguin Press, Nueva York, 2009. Hay versión castellana de Jorge Paredes, *Los señores de las finanzas: los cuatro hombres que arruinaron el mundo* , Deusto, Barcelona, 2010.

Beunza, Daniel, *Taking the floor: models, morals, and management in a Wall Street trading room* , Princeton University Press, Princeton (Nueva Jersey), 2019.

Biggs, Barton, *Hedge hogging* , Wiley, Hoboken (Nueva Jersey), 2006.

Browne, Christopher H., *El pequeño libro de la inversión en valor: averigua cuál es la estrategia de los grandes inversores* , Deusto, Barcelona, 2016.

Butler, John, *The golden revolution: how to prepare for the coming global gold standard* , Wiley, Hoboken (Nueva Jersey), 2012.

Calhoun, Jack J., *The 12 investment myths: why individual investors are failing miserably and how you can avoid being one of them* , Robert D. Reed Publishers, Bandon (Oregón), 2009.

Choudry, Moorad, *The bond and money markets: strategy, trading, analysis,* Butterworth-Heinemann, Boston, 2001.

Cooper, George, *The origin of financial crises: central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy* , Harriman House, Petersfield (Reino Unido), 2010.

Dorsey, Pat, *El pequeño libro que genera riqueza: la fórmula definitiva para encontrar inversiones excelentes* , Deusto, Barcelona, 2009.

Fabozzi, Frank J., *Bond markets, analysis, and strategies* , Pearson, Boston, 2016.

Fernández, Pablo, *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor* , Gestión 2000, Barcelona, 2001.

Fisher, Philip A., *Common stocks and uncommon profits and other*

writings , Wiley, Nueva York, 1996. Hay versión castellana de Mar Vidal, *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios o Los inversores conservadores duermen bien* , Deusto, Barcelona, 2009.

García Paramés, Francisco, *Invirtiendo a largo plazo: mi experiencia como inversor* , Deusto, Barcelona, 2017.

Graham, Benjamin, *El inversor inteligente: un libro de asesoramiento práctico* , Deusto, Barcelona, 2007.

Greenblatt, Joel, *El pequeño libro que aún vence al mercado: descubre la fórmula más rentable para invertir en bolsa* , Deusto, Barcelona, 2016.

Griffin, Trenholme J., *Charlie Munger: the complete investor* , Columbia Business School Publishing, Nueva York, 2015.

Hagstrom, Robert G., *The Warren Buffett way* , Wiley, Hoboken (Nueva Jersey), 2014. Hay versión castellana de Emili Atmetlla, *Warren Buffett* (1.ª ed. en esta presentación), Gestión 2000, Barcelona, 2011.

Lewis, Michael, *Flash boys: a Wall Street revolt* , W. W. Norton & Company, Nueva York, 2014. Hay versión castellana de Iván Barbeitos, *Flash boys: la revolución de Wall Street contra quienes manipulan el mercado* , Deusto, Barcelona, 2014.

—*The big short: inside the doomsday machine* , W. W. Norton & Company, Nueva York, 2010. Hay versión castellana de Francisco J. Ramos Mena, *La gran apuesta: cómo un puñado de inversores jugaron a perder contra el mundo, y ganaron* , Debate, Barcelona, 2013.

Lynch, Peter, *Un paso por delante de Wall Street: cómo utilizar lo que ya sabes para ganar dinero en bolsa* , Deusto, Barcelona, 2015.

Mallaby, Sebastian, *More money than God: hedge funds and the making of a new elite* , Penguin Press, Nueva York, 2010.

Montier, James, *The little book of behavioral investing: how not to be your own worst enemy* , Wiley, Hoboken (Nueva Jersey), 2010. Hay versión castellana de Jorge Paredes, *Psicología financiera: cómo no ser tu peor enemigo* , Deusto, Barcelona, 2011.

Nicholas, Joseph G., *Market neutral investing: long/short hedge fund strategies* , Bloomberg Press, Princeton (Nueva Jersey), 2000.

Ontiveros, Emilio, y David Cano (dirs.), *El ahorrador inteligente* , Afi y Espasa, Barcelona, 2013.

Ozihel, Harding, *Financial repression* , Frac Press, 2012.

Schiff, Peter, *How an economy grows and why it crashes* , Wiley, Hoboken (Nueva Jersey), 2010.

Shefrin, Hersh, *Beyond greed and fear: understanding behavioral finance and the psychology of investing* , Oxford University Press, Nueva York, 2007.

Stowe, John D., Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto y Dennis W. McLeavey, *Equity asset valuation* , Wiley, Hoboken (Nueva Jersey), 2007.

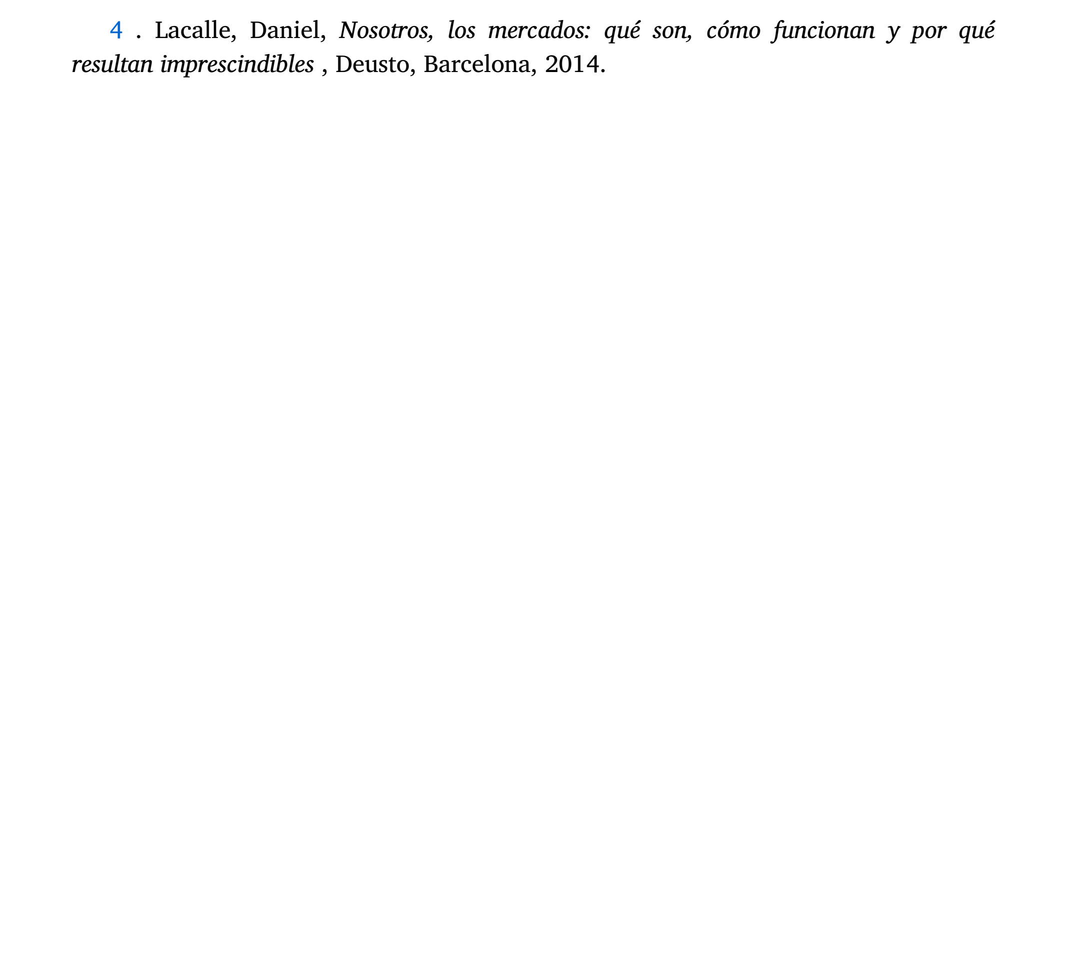
Notas

1 . *Time, technique and temper* .

2 . Véase: < https://cadep.ufm.edu/concepto/el-problema-agente-principal/ >. [Consulta: 31/01/2022]

3 . Ibídem.

4 . Lacalle, Daniel, *Nosotros, los mercados: qué son, cómo funcionan y por qué resultan imprescindibles* , Deusto, Barcelona, 2014.



1 . Calton, Chris, «In a free economy, prices would be going down, not up», Mises Institute, 11 de junio de 2021. Disponible en: < https://mises.org/wire/free-economy-prices-would-be-going-down-not >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . Véase: < https://www.msn.com/en-us/news/politics/ron-klain-inflation-and-supply-chain-crisis-are-high-class-problems/ar-AAPw7o3 >. [Consulta: 31/01/2022]

3 . Véase: < https://www.youtube.com/watch?v=1fU6Ra1I1qE >. [Consulta: 31/01/2022]

4 . Antle, W. James III, «Biden economic adviser: rising food prices normal if you don’t count beef, pork, and poultry», *Washington Examiner* , 8 de septiembre de 2021. Disponible en: < https://www.washingtonexaminer.com/news/deese-food-prices-normal-except-meat >. [Consulta: 31/01/2022]

5 . «Los beneficios de papel van a la papelera.»

6 . Lewis, Christine, y Nigel Pain, «Lessons from OECD forecasts during and after the financial crisis», *OECD Journal: Economic Studies* , vol. 2014, n.º 1, marzo de 2014, pp. 9-39.

7 . Chan, Louis K. C., Jason Karceski, y Josef Lakonishok, «Analysts' conflicts of interest and biases in earnings forecasts», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , vol. 42, n.º 4, diciembre de 2007, pp. 893–914. Disponible en: < http://www.jstor.org/stable/27647328 >. [Consulta: 31/01/2022]

8 . Ingresos cautivos para tener una cuota de mercado relevante.

9 . El WACC (*weighted average cost of capital*), o coste medio ponderado del capital (CMPC), es el coste de los dos recursos de capital que tiene una empresa, que son la deuda financiera y los fondos propios, teniendo en cuenta su tamaño relativo. Para ampliar la explicación técnica, véase: < https://economipedia.com/definiciones/coste-medio-ponderado-del-capital-wacc.html >. [Consulta: 31/01/2022]

10 . «Todas las carteras de papel van a la papelera.»



1 . Wurgler, Jeffrey, «On the economic consequences of index-linked investing», documento de trabajo n.º 16.376, National Bureau of Economic Research, 2010.

2 . Rankin, Ewan, y Muhummed Shah Idil, «A century of stock-bond correlations», boletín del Banco de la Reserva de Australia, septiembre de 2014, pp. 67-74. Disponible en: < https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2014/sep/pdf/bu-0914-8.pdf >. [Consulta: 31/01/2022]



3 . Para profundizar en esto, véase mi libro *La gran trampa: por qué los bancos centrales están abonando el terreno para la próxima crisis* , Deusto, Barcelona, 2017.

1 . «No cortes las flores para regar las malas hierbas.»

2 . Para el concepto de *beta* , véase: < https://www.estrategiasdeinversion.com/herramientas/diccionario/mercados/beta-de-carteras-t-1181 >. [Consulta: 31/01/2022]

3 . Francis, Jack Clark, y Kim Dongcheol, *Modern Portfolio Theory: Foundations, Analysis, and New Developments* , Wiley Finance, Hoboken (Nueva Jersey), 2013.

4 . El análisis de factores de riesgo de Barra es un modelo de factores múltiples, creado por Barra Inc., que se utiliza para medir el riesgo general asociado con un valor en relación con el mercado. Barra Risk Factor Analysis incorpora más de cuarenta métricas de datos, incluido el crecimiento de las ganancias, la rotación de acciones y la calificación de la deuda sénior. Luego, el modelo mide los factores de riesgo asociados con tres componentes principales: el riesgo de la industria, el riesgo de la exposición a diferentes temas de inversión y el riesgo específico de la empresa.

5 . La ratio de Sharpe se calcula restando la rentabilidad de un activo sin riesgo (como puede ser la deuda a diez años de Alemania) a la de nuestra inversión y dividiendo el resultado entre el riesgo, calculado como la desviación típica de la rentabilidad de la inversión. Véase: < https://economipedia.com/definiciones/ratio-de-sharpe.html >. [Consulta: 31/01/2022] Para más información, véase también: < https://www.selfbank.es/centro-de-ayuda/fondos-de-inversion/que-es-el-ratio-de-sharpe > y < https://fundspeople.com/es/glosario/la-importancia-del-ratio-de-sharpe-a-la-hora-de-seleccionar-fondos/ >. [Consulta: 31/01/2022]

6 . Véase: Li, Yun, «Hedge funds could be staging a comeback as short bets post best month since 2010», CNBC, 8 de septiembre de 2021. Disponible en: < https://www.cnbc.com/2021/08/25/hedge-funds-could-be-staging-a-comeback-as-short-bets-post-best-month-since-2010.html >. [Consulta: 31/01/2022]

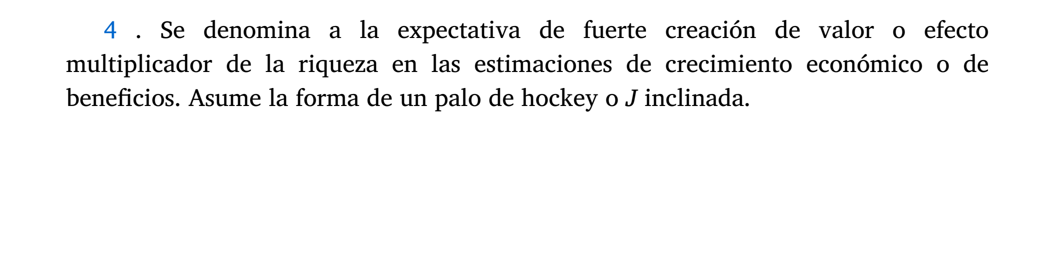
7 . Véase el artículo «La burbuja de GameStop empieza a bajar: se hunde un 80 por ciento al desinflarse el impulso desde Reddit», *El Mundo* , 2 de febrero de 2021. Disponible en: < https://www.elmundo.es/economia/empresas/2021/02/02/60198da8fc6c83cd728b4787.html >. [Consulta: 31/01/2022]

8 . Véase el artículo de Miguel Moreno Mendieta, «Escándalo en Gowex: la compañía admite que las cuentas de los últimos años son falsas», *Cinco Días* , 7 de julio de 2014. Disponible en: < https://cincodias.elpais.com/cincodias/2014/07/06/empresas/1404628028_620372.html >. [Consulta: 31/01/2022]

1 . Véase: < https://www.investopedia.com/articles/economics/10/understanding-the-fed-balance-sheet.asp#toc-the-feds-liabilities >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . Ned Davis Research, 2011-2019.

3 . Davis, Ned, *Being right or making money* , John Wiley and Sons, Hoboken (Nueva Jersey), 2014.



4 . Se denomina a la expectativa de fuerte creación de valor o efecto multiplicador de la riqueza en las estimaciones de crecimiento económico o de beneficios. Asume la forma de un palo de hockey o *J* inclinada.

5 . Mest, D. P., y E. Plummer, «Analysts' rationality and forecast bias: evidence from sales forecasts», *Review of Quantitative Finance and Accounting* , vol. 21, 2003, pp. 103-122. Véase: < https://link.springer.com/article/10.1023/A:1024841531461 >. [Consulta: 31/01/2022]

6 . Azevedo, V., P. Bielstein y M. Gerhart, «Earnings forecasts: the case for combining analysts' estimates with a cross-sectional model», *Review of Quantitative Finance and Accounting* , vol. 56, 2021, pp. 545–579. Disponible en: < https://link.springer.com/article/10.1007/s11156-020-00902-z >. [Consulta: 31/01/2022]

7 . Véase: Byunghwan Lee, John O’Brien, y K. Sivaramakrishnan, «An analysis of financial analysts’ optimism in long-term growth forecasts», *Journal of Behavioral Finance* , vol. 9, n.º 3, 2008, pp. 171-184. Disponible en: < https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/15427560802341889 >. [Consulta: 31/01/2022]

8 . Paul Romer, «The trouble with macroeconomics», documento de trabajo, 14 de septiembre de 2016. Véase: < https://paulromer.net/trouble-with-macroeconomics-update/WP-Trouble.pdf >. [Consulta: 31/01/2022]

1 . Para más información, véase: < https://www.bbva.es/finanzas-vistazo/ef/fondos-inversion/que-es-la-renta-variable.html >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . Véase: < https://www.ieb.es/diccionario-de-finanzas-eva-valor-economico-anadido/ >. [Consulta: 31/01/2022]

3 . Véase: < https://www.nber.org/digest/aug03/big-firms-lose-value-acquisitions >. [Consulta: 31/01/2022]

4 . Véase: < https://martinroll.com/resources/articles/strategy/reasons-why-most-mergers-destroy-shareholder-value/ >. [Consulta: 31/01/2022]

5 . Banerjee, Ryan Niladri, y Boris Hofmann, «Corporate zombies: anatomy and life cycle», documento de trabajo, BIS Working Papers, n.º 882, 2 de septiembre de 2020. Disponible en: < https://www.bis.org/publ/work882.htm >. [Consulta: 31/01/2022]

6 . Morales Díaz, José, «Las 10 ratios más importantes para valorar las inversiones de un fondo», IEB, 1 de agosto de 2018. Disponible en: < https://www.ieb.es/las-10-ratios-mas-importantes-para-valorar-las-inversiones-de-un-fondo/ >. [Consulta: 31/01/2022]

7 . Véase: < https://www.investopedia.com/ask/answers/how-are-book-value-and-market-value-different/ >. [Consulta: 31/01/2022]

8 . No dejes de leer los libros y trabajos sobre valoración de empresas de Pablo Fernández, entre ellos, el libro *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor* , Gestión 2000, Barcelona, 2001; y el documento de investigación «Métodos de valoración de empresas», n.º 771, IESE Business School, 2008; disponible en: < https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf >. [Consulta: 31/01/2022]

9 . Véase: < https://www.expansion.com/diccionario-economico/ratios-de-liquidez.html > y < https://www.investopedia.com/articles/investing/100313/financial-analysis-solvency-vs-liquidity-ratios.asp >. [Consulta: 31/01/2022]

10 . «A share is the glimmer of hope that exists between assets and liabilities. »



1 . Véase: «Europe's pool of negative-yield debt widened in November - Tradeweb», *Reuters* , 1 de diciembre de 2021. Disponible en: < https://www.reuters.com/markets/europe/europes-pool-negative-yield-debt-widened-november-tradeweb-2021-12-01/ >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . Wang, Lu, «Corporate America, the market's big stock buyer, has $1 trillion to spend», *Bloomberg* , 16 de noviembre de 2021. Disponible en: < https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-11-16/the-stock-market-s-big-buyer-is-back-with-1-trillion-to-spend >. [Consulta: 31/01/2022]

3 . Datos de finales de 2021.


4 . Bank of America & BofA Securities, período 2015-2021.



1 . Para más información, véase: García Paramés, Francisco, *Invirtiendo a largo plazo: mi experiencia como inversor* , Deusto, Barcelona, 2017.

2 . 2016-2021.

1 . Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Japón, Banco de Inglaterra y Banco Popular de China.

2 . Yardeni Research, *Central Banks: monthly balance sheets* , 31 de diciembre de 2021.



3 . Concretamente: «The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough» [El BCE está dispuesto a hacer lo que sea necesario para preservar el euro. Y, créanme, será suficiente]. Véase: < https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html >. [Consulta: 31/01/2022]

4 . Lacalle, *La gran trampa* , *op. cit.*

5 . Véase: < https://www.youtube.com/watch?v=q4s3uxGNzEo >.

1 . Del 1 de enero de 2014 al 7 de diciembre de 2021.

1 . Véase: < https://www.youtube.com/watch?v=flCY2Xym370 >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . Véase: < https://www.youtube.com/watch?v=gBAeZioprXs&t=10s >. [Consulta: 31/01/2022]



1 . World Economic Forum, The pace of global recoveries since 1975. Disponible en: < https://www3.weforum.org/docs/GRR17_Report_web.pdf >.

2 . Global debt monitor, IIF, diciembre de 2021.

3 . Johan Norberg, *Abierto: la historia del progreso humano,* Deusto, Barcelona, 2021.

4 . Véase: Lacalle, Daniel, «Are the effects of unconventional monetary policy on financial markerts causing bubbles?», documento, noviembre de 2018. Disponible en: < https://www.dlacalle.com/en/paper-are-the-effects-of-unconventional-monetary-policy-on-financial-markets-causing-bubbles/ >. [Consulta: 31/01/2022] Este documento también fue publicado en *Journal of Business Accounting and Finance Perspectives* , vol. 1, n.º 1, 26 de agosto de 2019.

1 . El estudio «The negative impact of Danish rent control regulation on the growth and development of Danish society», 2014, muestra el fracaso de la medida en Dinamarca (< https://www.frpo.org/wp-content/uploads/2015/09/Negative-impact-of-Danish-rent-control.pdf >). [Consulta: 31/01/2022] Lo mismo se evidencia también en Alemania, según el artículo de *The Economist* «After a year, Berlin's experiment with rent control is a failure», 13 de marzo de 2021 (< https://www.economist.com/europe/2021/03/09/after-a-year-berlins-experiment-with-rent-control-is-a-failure >). [Consulta: 31/01/2022]

En Berlín, los alquileres subían históricamente a una media del 1-2 por ciento anual. Al gobierno se le ocurrió la idea de poner «freno al alquiler». Desde entonces, en dos años, subieron un 10 por ciento, según el artículo de *The Economist* «Why Germany's rent brake has failed» (< https://www.economist.com/the-economist-explains/2018/06/15/why-germanys-rent-brake-has-failed >.) [Consulta: 31/01/2022]

«En el más benigno de los casos, el coste burocrático y administrativo no compensa, y los efectos negativos de mayor intervención empeoran la situación para los inquilinos» (Edgar O. Olsen).

Véanse también: Dubner, Stephen J., «Why rent control does not work», Freakonomics (< https://freakonomics.com/podcast/rent-control/ >) [Consulta: 31/01/2022]; Noah Smith, «Rent controls do more harm than good», *Bloomberg* , 18 de enero de 2018 (< https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-01-18/yup-rent-control-does-more-harm-than-good >) [Consulta: 31/01/2022]; y el artículo de *The Irish Times* «It's not just Ireland, rent controls don't work in Germany either» (< https://www.irishtimes.com/business/economy/it-s-not-just-us-rent-controls-aren-t-working-in-germany-either-1.3543256 >), 26 de junio de 2018. [Consulta: 31/01/2022]

1 . Nota: el ejemplo vale para cualquier líder tecnológico con cualquier empresa de telecomunicaciones tradicional, ojo.

2 . José María Gay de Liébana, *Revolución tecnológica y nueva economía: todos los secretos contables de Apple, Google, Facebook y Amazon al descubierto* , Deusto, Barcelona, 2020.

3 . José María Gay de Liébana (1953-2021) falleció tempranamente a la edad de 68 años. *(N. del e.)*



1 . Sigla inglesa de *socially responsible investing* . En español también se usa la equivalente ISR (inversión socialmente responsable).

2 . La sigla ESG proviene del inglés *environmental, social and governance* . En español se usa en ocasiones la sigla MSG, referida a las cuestiones medioambientales, sociales y de gobernanza.

3 . Véase: < https://www.scirp.org/journal/paperinformation.aspx?paperid=104575 >. [Consulta: 31/01/2022]

4 . Lacalle, Daniel, «The importance of profit and sound financing in socially responsible investment». Disponible en: < https://www.dlacalle.com/en/the-importance-of-profit-and-sound-financing-in-socially-responsible-investment/ >. [Consulta: 31/01/2022] Este artículo también fue publicado en *Journal of Business Accounting and Finance Perspectives* , vol. 2, n.º 2, 2020, pp. 1-11.

1 . Presentación de *La gran trampa* en la Fundación Rafael del Pino, el 14 de noviembre de 2017. Véase: < https://www.youtube.com/watch?v=7O0qViXdkh8 >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . En realidad, al parecer, un seudónimo individual o de un grupo.



3 . Satoshi Nakamoto, «Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system». Véase: < https://bitcoin.org/bitcoin.pdf >. [Consulta: 31/01/2022]



4 . A cierre de 2021, unos 46.000 dólares por bitcoin. Y unos 37.000 dólares a finales de enero de 2022.

5 . Lau, Yvonne, «Cryptocurrencies hit market cap of $3 trillion for the first time as Bitcoin and Ether reach record highs», *Fortune* , 9 de noviembre de 2021. Disponible en: < https://fortune.com/2021/11/09/cryptocurrency-market-cap-3-trillion-bitcion-ether-shiba-inu/ >. [Consulta: 31/01/2022]

6 . Véase: < https://www.ig.com/es/ethereum-trading/que-es-ether-y-como-funciona >. [Consulta: 31/01/2022]


7 . Para un análisis completo, lee la referencia: Argumentos a favor de la innovación en *blockchain* , Bank of New York (BNY) Mellon, junio de 2021.

8 . Véase: < https://www.aa.com.tr/es/mundo/christine-lagarde-calific%C3%B3-de-activo-especulativo-a-la-criptomoneda-del-bitcoin/2109281 >. [Consulta: 31/01/2022]

9 . Véase: < https://bitcoinist.com/the-dollar-far-outstrips-cryptocurrency-in-illicit-activity-spending/ >. [Consulta: 31/01/2022]

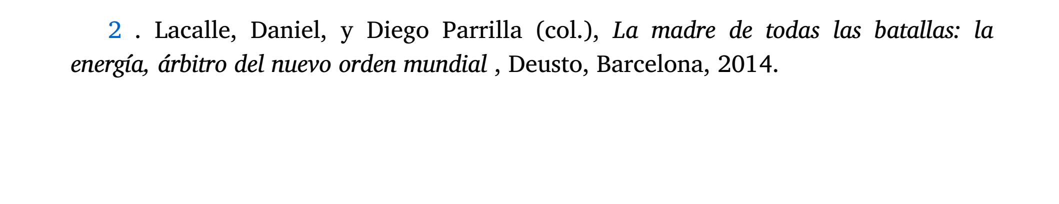
10 . Lacalle, Daniel, «Bitcoin: democracia monetaria o cuento chino», *El Confidencial* , 7 de diciembre de 2013. Disponible en: < https://blogs.elconfidencial.com/mercados/lleno-de-energia/2013-12-07/bitcoin-democracia-monetaria-o-cuento-chino_63089/ >.

11 . Para saber más sobre los NFT, véase el artículo de Javier Pastor «Qué son los NFT, los activos digitales que están transformando el coleccionismo de arte y bienes digitales», en *Xataca* , 18 de marzo de 2021. Disponible en: < https://www.xataka.com/criptomonedas/que-nft-activos-digitales-que-estan-transformando-coleccionismo-arte-bienes-tangibles-e-intangibles >. [Consulta: 31/01/2022]

12 . Se trata de la obra *Comediante* , de 2019, de Maurizio Cattelan.

13 . Hayek, Friedrich von, *Choice in currency* , The Institute of Economic Affairs, 1976. Véase: < https://iea.org.uk/publications/research/choice-in-currency-a-way-to-stop-inflation#:~:text=In%20this%20short%20paper%2C%20first,the%20national%20currency%20is%20false >. [Consulta: 31/01/2022]

1 . Lo, Chris, «The false monopoly: China and the rare earths trade», *Mining Technology* , 19 de agosto de 2015. Disponible en: < https://www.mining-technology.com/features/featurethe-false-monopoly-china-and-the-rare-earths-trade-4646712/ >. [Consulta: 31/01/2022]



2 . Lacalle, Daniel, y Diego Parrilla (col.), *La madre de todas las batallas: la energía, árbitro del nuevo orden mundial* , Deusto, Barcelona, 2014.

1 . Inverco. Véase: < https://www.inverco.es/archivosdb/2020-caracteristicas-esenciales-de-las-sicav.pdf >. [Consulta: 31/01/2022]

2 . Véase: < https://www.amf-france.org/fr/espace-epargnants/comprendre-les-produits-financiers/placements-collectifs/ce-quil-faut-savoir-sur-les-placements-collectifs-fonds-et-sicav >. [Consulta: 31/01/2022]

3 . Lora, Macarena, y D. Soriano, «Así es la polémica sicav de los eurodiputados», *Libre Mercado* , 25 de junio de 2014. Disponible en: < https://www.libremercado.com/2014-06-25/asi-es-la-polemica-sicav-de-los-eurodiputados-1276522339/ >. [Consulta: 31/01/2022]

4 . Sánchez, Sandra, «Hacienda permite reinvertir en fondos extranjeros el dinero que sale de sicav», *Expansión* , 18 de diciembre de 2021. Disponible en: < https://www.expansion.com/ahorro/2021/12/18/61be3472468aeb652f8b4643.html >. [Consulta: 31/01/2022]

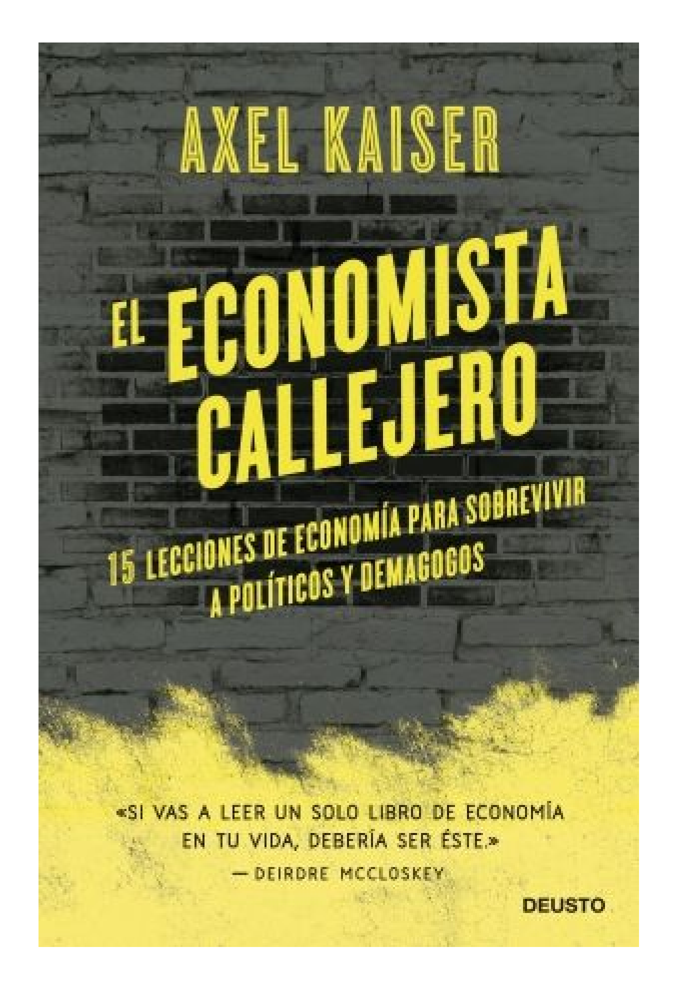
5 . Véase: < https://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/socimi >. [Consulta: 31/01/2022]

6 . La rentabilidad de la vivienda en España se situó en el 6,4 por ciento bruto en el tercer trimestre del año 2021, 0,6 puntos menos que en el mismo período del año anterior, según el estudio «La rentabilidad de la vivienda en España en 2021», elaborado por Fotocasa. Véase: < https://www.europapress.es/economia/noticia-rentabilidad-vivienda-espana-cae-06-puntos-ultimo-ano-fotocasa-20211111105639.html >. [Consulta: 31/01/2022]

7 . Véase el informe de Deloitte «Servicios para MLPs “Master Limited Partnerships”: soluciones para un mercado en evolución». Disponible en: < https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/mx/Documents/energy-resources/Folleto_MLP_2015.pdf >. [Consulta: 31/01/2022]

Haz crecer tu dinero
Daniel Lacalle

Deusto es un sello editorial de Centro de Libros PAPF, SLU.
Av. Diagonal, 662-664
08034 Barcelona
www.planetadelibros.com
Primera edición en libro electrónico (epub): mayo de 2022
ISBN: 978-84-234-3394-0 (epub)
Conversión a libro electrónico: Realización Planeta



El economista callejero

Kaiser Barents-von Hohenhagen, Axel

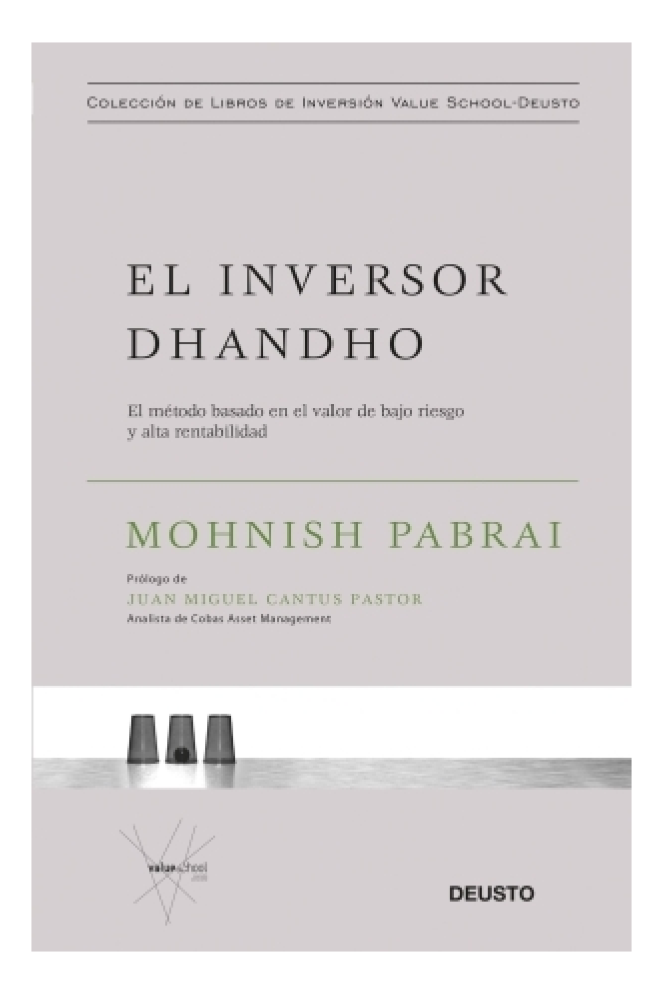
9788423433995

144 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

Probablemente no exista una disciplina más importante para la vida diaria de las personas que la economía. Sin embargo, el analfabetismo y la incomprensión en esta materia son mayores que en cualquier otra. No sólo la mayoría de ciudadanos carece de nociones económicas

básicas, sino que las élites políticas e intelectuales también suelen ser ignorantes en la materia. Frente a los «economistas de salón», expertos debatiendo desde sus torres de marfil, Kaiser sostiene que lo que necesitamos son economistas callejeros, capaces de exigir un mínimo de sensatez y racionalidad a los políticos y líderes de opinión. A partir de las ideas de gigantes de la economía como Friedrich Hayek, Ludwig von Mises, Joseph Schumpeter y Milton Friedman, Kaiser presenta un texto accesible e introductorio que busca contribuir a superar buena parte de las patologías políticas y de las ideologías que destruyen nuestras sociedades arruinando nuestra libertad.



El inversor dhandho

Pabrai, Mohnish

9788423430895
208 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

¿Alguna vez ha oído decir que para conseguir elevadas tasas de rentabilidad es necesario asumir grandes riesgos? Si eres un inversor, seguramente sí. Este libro, sin embargo, cuenta exactamente lo contrario: cómo maximizar los beneficios minimizando el riesgo.

Mohnish Pabrai nos explica los nueve principios del método dhandho: comprar empresas existentes; invertir en negocios sencillos; buscar industrias que experimenten pocos cambios; apostar por empresas con dificultades de sectores en crisis pero que tengan una ventaja competitiva duradera; apostar cuando lo tengas todo a favor; prestar atención al arbitraje; conseguir grandes descuentos; buscar un riesgo bajo y una incertidumbre elevada y, finalmente, imitar en lugar de innovar. Siguiendo la experiencia de los patel, una pequeña comunidad india cuyos emigrantes en Estados Unidos han atesorado un éxito sin precedentes en el mundo de los negocios, El inversor dhandho explica la mejor estrategia para obtener elevados beneficios con un bajo riesgo, y la aplica al mercado de valores. Apoyándose en los sólidos métodos de Warren Buffett y en conocidos casos de éxito, este libro contiene las recetas necesarias para lograr una estrategia ganadora. Una que invierte sólo en negocios sencillos, que se comprenden bien y pueden darnos unos resultados extraordinarios. La estrategia que ha permitido a su autor, Mohnish Pabrai, y a su grupo de inversión, Pabrai Funds, batir al mercado durante las últimas décadas.



Hazte quien eres

Freire, Jorge

9788423433988

168 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

¿Vives convencido de tu soberano y libérrimo individualismo, de tu falta de ataduras? ¿Te han persuadido de que eres el amo de tu destino y el capitán de tu alma? El filósofo Jorge Freire nos invita a renunciar cuanto antes a tales disparates. Pese a la saturación de

consignas de coaching en la que vivimos, lo cierto es que no somos deidades capaces de engendrarnos de la nada. La filosofía y la sabiduría antiguas pueden ayudar a deshacernos de la fantasmagoría del self-made man. Hazte quien eres es un llamamiento a revisar los equívocos sobre los que nos han dicho que se construye una vida buena. El hombre, por su propia naturaleza, puede hacer de todo menos hacerse a sí mismo. Freire, el ensayista más perspicaz y afilado de su generación, nos recuerda cómo las relaciones en las que estamos inmersos y las determinaciones sociales que nos constriñen impiden tomarse en serio la mitología turbocapitalista de la unicidad y el adanismo. En estas páginas se aborda también el problema de nuestro tiempo, la dichosa «identidad». El filósofo defiende que no se da tal cosa en personas y comunidades: hay, más bien, «historicidad», lo que hacemos. Por eso, el identitarismo no es más que una variante del narcisismo. Porque peor que creer que uno no tiene ombligo es pasar la vida mirándoselo. A partir de la máxima «Hazte el que eres, como aprendido tienes», de Píndaro, Jorge Freire nos anima a cultivar provechosamente las circunstancias que nos condicionan, y a convertirnos en aquello que deseamos parecer. Y la mejor forma de hacerlo es mediante el ejercicio de las buenas costumbres, aquellas que nos acercan a la virtud.



El patrón Bitcoin

Ammous, Saifedean

9788423429905

384 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

Cuando en 2008 un programador informático desconocido anunció que había creado un nuevo sistema de dinero electrónico con tecnología peer-to-peer (P2P), pocos prestaron atención. En la actualidad, el Bitcoin es ya una alternativa descentralizada a los

bancos centrales y al dinero físico. El patrón Bitcoin analiza el contexto histórico del surgimiento de esta nueva moneda, las propiedades económicas que la han permitido crecer rápidamente y sus implicaciones económicas, políticas y sociales. El profesor y economista Saifedean Ammous explica, con afán pedagógico, la historia del dinero y expone por qué el futuro pertenece al Bitcoin, que, gracias a la tecnología blockchain, ofrece un servicio de pago confiable, seguro y llamado a plantar cara al monopolio de los bancos centrales. Desde las piedras preciosas hasta las monedas de curso corriente, pasando por el patrón oro y las burbujas de expansión crediticia, la historia del dinero es la de crisis y rupturas que buscan ser superadas. Este libro argumenta por qué el Bitcoin puede llegar a ser la solución a este problema histórico.



La España herida

Sevilla, Jordi

9788423433964

352 Páginas

Cómpralo y empieza a leer

Vivimos en la era de la confrontación y la crispación. Los discursos del odio, que hacen un uso estratégico de la mentira, deterioran las democracias al alimentar los movimientos populistas, más interesados en señalar culpables que en buscar soluciones. Parecería que el

consenso constitucional de la Transición está definitivamente roto y que hemos regresado a un pasado similar al de los últimos siglos de nuestra historia, en el que España estaba dividida en dos mitades y a cada una le sobraba la otra mitad. Las causas del fenómeno hay que rastrearlas en la ruptura de la cohesión social, acelerada por la crisis de 2008, la globalización descontrolada y la pandemia. El economista y expolítico Jordi Sevilla estudia con detenimiento las brechas sociales responsables de la ruptura de la sociedad española y del resto de países occidentales. El autor las agrupa en 6 binomios: pobres/ricos; mujeres/hombres; jóvenes/mayores; rural/urbano; analógicos/digitales; y turbocapitalismo/retrocapitalismo. Sevilla analiza la situación de cada una de estas brechas y plantea las propuestas de solución que los más destacados expertos en la materia han señalado para cada una. Sólo curando las heridas de la sociedad española, que polarizan a los ciudadanos y generan desconfianza en las instituciones, podrá resolverse el malestar cívico que amenaza nuestras democracias y restaurar con ello la cohesión social necesaria para una convivencia pacífica.